

STEUNMAATREGELEN VAN DE STATEN — BELGIË**Steunmaatregel SA.33926 (2013/C) (ex 2013/NN) — Maatregelen van het Waals Gewest ten gunste van Duferco****Uitnodiging om, overeenkomstig artikel 108, lid 2, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, opmerkingen te maken**

(Voor de EER relevante tekst)

De Commissie heeft België bij schrijven van 16 oktober 2013, dat na deze samenvatting in de authentieke taal is weergegeven, in kennis gesteld van haar besluit tot inleiding van de procedure van artikel 108, lid 2, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie ten aanzien van de bovengenoemde steunmaatregelen.

Belanghebbenden kunnen hun opmerkingen over de steunmaatregelen ten aanzien waarvan de Commissie de procedure inleidt, maken door deze binnen één maand vanaf de datum van de bekendmaking van deze samenvatting en de navolgende brief te zenden aan:

Europese Commissie
Directoraat-generaal Concurrentie
Griffie Staatssteun
1049 BRUSSEL
België
Fax: No: + 32-2-296-1242

Deze opmerkingen zullen ter kennis van België worden gebracht. Een belanghebbende die opmerkingen maakt, kan, met opgave van redenen, schriftelijk verzoeken om vertrouwelijke behandeling van zijn identiteit.

SAMENVATTING**Beschrijving van de maatregelen**

In maart 2003 heeft het Waals Gewest een nieuwe financiële holding, Foreign Strategic Investment Holding (hierna „FSIH”), opgericht om te investeren in ondernemingen van de Duferco-groep waarvan het hoofdkantoor zich buiten België en zelfs buiten de Europese Unie bevindt. Sinds 2003 heeft FSIH zes maatregelen ten uitvoer heeft gelegd voor een totaalbedrag van 517 miljoen EUR, hetzij in de vorm van participaties of kapitaalbreng, hetzij in de vorm van leningen:

- (i) 2003 — aankoop van de helft van de aandelen van Duferco US voor 95 miljoen EUR.
- (ii) 2003 — aankoop van 25 % van de aandelen van Duferco Participations Holding (DPH) voor 80 miljoen EUR — DPH is de onderneming waar de consolidatie van de groep plaatsvindt.
- (iii) 2006 — een kapitaalverhoging van [...] miljoen EUR in Duferco Salvage Investments Holding (DSIH), onderneming naar Iers recht, dochteronderneming van DPH.
- (iv) 2009 — een lening van 100 miljoen EUR aan de onderneming die aan het hoofd van de groep staat, destijds in Gibraltar geregistreerd was en DPH rechtstreeks bezit.
- (v) 2009 — een lening van 75 miljoen EUR aan Steel Investment Finance (SIF) — onderneming die onder gezamenlijk beheer van Duferco en de Russische groep NMLK staat in het kader van hun joint venture.
- (vi) 2011— een kapitaalverhoging van 100 miljoen EUR in Duferco Long Products (DLP), onderneming naar Luxemburgs recht, dochteronderneming van DPH.

Beoordeling van de maatregelen

Ten eerste betwijfelt de Commissie dat FSIH als particuliere investeerder heeft gehandeld toen zij de Duferco-groep op 14 juni 2006 een optie toekende waarmee deze de helft van de aandelen van Duferco US kon verwerven.

Ten tweede betwijfelt de Commissie dat FSIH als particuliere investeerder heeft gehandeld toen zij op 14 juni 2006 haar aandelen in DPH aan de Duferco-groep verkocht.

Ten derde betwijfelt de Commissie dat FSIH als particuliere investeerder heeft gehandeld toen zij in DSIH investeerde.

Ten vierde betwijfelt de Commissie, gelet op de onvolledige gegevens die tot dusver door de Belgische autoriteiten zijn verstrekt, dat de door FSIH verstrekte leningen geen steunelementen bevatten.

Tot slot heeft de Commissie twijfels over de verenigbaarheid van de kapitaalverhoging met het beginsel van de particuliere investeerder in een markteconomie.

De Commissie verzoekt de Belgische autoriteiten haar alle nuttige informatie te bezorgen om de verenigbaarheid van deze maatregelen met de staatssteunregels volledig te kunnen beoordelen.

Overeenkomstig artikel 14 van Verordening (EG) nr. 659/1999 van de Raad kan alle onrechtmatige steun van de begunstigde worden teruggevorderd.

TEKST VAN DE BRIEF

«Par la présente, la Commission a l'honneur d'informer la Belgique qu'après avoir examiné les informations fournies par vos autorités sur les mesures citées en objet, elle a décidé d'ouvrir la procédure prévue à l'article 108, paragraphe 2, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

I. PROCÉDURE

- (1) Le 21 novembre 2011, le journal *Le Soir* a publié une série d'articles selon lesquels la région wallonne avait accordé un soutien financier au groupe sidérurgique Duferco depuis 2003 sans en avoir averti la Commission. Selon le quotidien belge, la région wallonne aurait créé en mars 2003 un nouvel holding financier, le *Foreign Strategic Investment Holding* (ci-après "FSIH"), filiale de la Société Wallonne de Gestion et de Participations (ci-après "SOGEPA") pour investir dans des sociétés du groupe Duferco ayant leur siège hors de Belgique, voire de l'Union européenne.
- (2) A la suite de ces informations, la Commission a demandé aux autorités belges, par courrier du 29 novembre 2011, de lui communiquer des informations complémentaires relatives à la nature du soutien financier que le gouvernement wallon aurait apporté au groupe Duferco entre 2003 et 2011.
- (3) Par courrier du 14 décembre 2011, les autorités belges ont demandé un délai complémentaire de réponse qui leur a été accordé le 16 décembre 2011. Les autorités belges ont répondu à la demande d'information de la Commission le 4 janvier 2012.
- (4) Par lettre du 29 juin 2012, la Commission a demandé des compléments d'information. Les autorités belges ont demandé un délai complémentaire de réponse qui leur a été accordé le 18 juillet 2012. Elles ont répondu le 28 septembre 2012.
- (5) Une réunion s'est tenue dans les locaux de la Commission le 6 mai 2013 entre la Commission d'une part et les autorités belges et les représentants de la SOGEPA et du FSIH d'autre part.
- (6) Les 4 et 10 juin 2013 ainsi que les 15 et 30 juillet 2013, les autorités belges ont fait parvenir à la Commission des informations complémentaires.
- (7) Une nouvelle réunion a eu lieu dans les locaux de la Commission le 30 septembre 2013 entre la Commission et les représentants de la SOGEPA et du FSIH.

II. DESCRIPTION DU CONTEXTE

2.1. Le bénéficiaire

- (8) Le groupe Duferco produit et vend de l'acier. Il est présent dans une cinquantaine de pays à travers le monde. En Europe, le groupe se concentre sur la Belgique (environ 3000 employés en 2009 et une dizaine de sites en Wallonie) et l'Italie (environ 1300 employés en 2009). Il est aussi actif en Suisse, au Luxembourg, en France et en Macédoine (FYROM).
- (9) Depuis 2003 par accumulation des bénéfices, les fonds propres de *Duferco Participations Holding* (ci-après "DPH") sont passés de EUR [...] ⁽¹⁾ millions en 2003 à EUR [...] millions en 2010.
- (10) DPH est la société à partir de laquelle la consolidation du groupe est effectuée. Elle était initialement établie à [...] mais a ensuite été déplacée au [...] en 2010. DPH est elle-même détenue par d'autres sociétés: en 2003, son actionnaire majoritaire était [...] établie à [...] (ci-après "[...]"); en 2008, DPH était entièrement détenue par [...], absorbée par [...] par la suite et finalement relocalisée en 2010 au [...] et dénommée [...].

2.2. La SOGEPA et le FSIH

- (11) La SOGEPA, Société Wallonne de Gestion et de Participations, est une société anonyme à capitaux publics, détenue à 100% par la Région wallonne. Elle assure la mise en œuvre des décisions prises par le Gouvernement wallon quant à des interventions dans des sociétés commerciales et la gestion de ces interventions. En outre, elle est l'outil privilégié de la politique de la Région wallonne dans le secteur sidérurgique. Elle est née de la fusion en 1999 de la Société Wallonne pour la Sidérurgie (SWS) et de la Société pour la gestion de participations de la Région wallonne dans des sociétés commerciales (SOWAGEP).
- (12) Selon le site internet de la SOGEPA, pour les interventions réalisées à la demande du Gouvernement wallon, la SOGEPA remplit deux types de tâches particulières : (i) l'analyse et l'expression d'un avis préalable à une décision éventuelle du Gouvernement wallon; (ii) l'exécution et le suivi des décisions prises par le Gouvernement wallon. Dans le cadre de l'exécution des décisions du Gouvernement wallon, les services de la SOGEPA sont amenés à négocier et à élaborer des conventions d'actionnaires et/ou de prêt, dans le respect des conditions éventuellement précisées dans la décision gouvernementale d'intervention.

⁽¹⁾ Informations confidentielles

- (13) Le suivi des interventions implique en principe la présence de la SOGEPA et de ses collaborateurs aux conseils d'administration des sociétés bénéficiant d'intervention et ce, au titre tantôt d'administrateur, tantôt d'observateur. Il implique également la participation aux assemblées générales et, de manière générale, le suivi régulier des intérêts de la Région wallonne.
- (14) Le Gouvernement wallon nomme les administrateurs de la SOGEPA. Il y délègue également deux Commissaires du Gouvernement.
- (15) Le 27 mars 2003, la SOGEPA a constitué le FSIH avec un capital de 180 millions d'euros. Selon l'acte de constitution, le FSIH a "pour objet d'investir, sous quelque forme que ce soit, dans des entreprises étrangères liées au secteur sidérurgique et/ou de conclure avec celles-ci toutes opérations financières". A cette fin, le FSIH "pourra notamment favoriser toute collaboration quelconque entre ces entreprises et les entreprises wallonnes".
- (16) Les membres du Conseil d'administration du FSIH sont nommés par l'Assemblée générale et donc par la SOGEPA. Une assemblée générale s'est tenue le 27 mars 2003 dans l'instant suivant la constitution du FSIH et a débouché sur la nomination des administrateurs et du président du Conseil d'administration. Le président nommé fut le même que celui de la SOGEPA, ce cumul eu lieu jusqu'au 31 mars 2013.

2.3. La décision négative du 15 octobre 2003

- (17) Le 3 avril 2002, la Commission a ouvert une procédure formelle d'examen à l'égard d'une participation de la Région wallonne de 9 millions d'euros dans le capital de Carsid SA, société reliée au groupe Duferco ⁽¹⁾. Cette procédure s'est achevée le 15 octobre 2003 ⁽²⁾ par une décision négative sur le motif qu'on ne peut considérer comme *pari passu* un investissement dans une nouvelle société où seul l'actionnaire public assume un risque nouveau, l'actionnaire privé ne faisant que transférer une activité ou un projet existant au sein de la nouvelle société.

III. DESCRIPTION DES MESURES

- (18) Les réponses apportées par les autorités belges aux questions posées par la Commission ont confirmé que le FSIH a effectué depuis 2003 six interventions pour un total de 517 millions d'euros. Ces mesures sont décrites ci-dessous.

3. 1. Mesure n° 1: Participation dans Duferco US (9 avril 2003 — 12 décembre 2006)

- (19) La société Duferco Farrell Corp. (ci-après "Farrell") est une entreprise sidérurgique implantée en Pennsylvanie (USA) présentée par les autorités wallonnes comme attractive à l'époque.
- (20) Farrell était intégralement détenue par une holding américaine: Duferco US Investment Corp. (ci-après "Duferco US"). Avant la mesure sous examen, la société Duferco US appartenait à 99,8% à Duferco Industrial Investment.
- (21) Le 9 avril 2003, le FSIH a acheté la moitié des actions, moins une, de Duferco US pour une somme d'EUR 90 millions. Duferco Industrial Investment restait propriétaire de l'autre moitié des actions, moins une. Les deux actions restantes étaient placées dans un *Special Purpose Vehicle* chargé de les détenir sous séquestre pendant la durée du partenariat entre le FSIH et Duferco Industrial Investment. Le même jour, le FSIH a acquis pour 5 millions d'euros une option d'achat permettant d'acquérir les deux actions du *Special Purpose Vehicle* et donc d'obtenir le contrôle de Duferco US; cette option n'a cependant jamais été exercée.
- (22) Avant d'acquérir, par l'intermédiaire du FSIH, la moitié des actions moins une de Duferco US, la SOGEPA avait fait évaluer la valeur de Farrell ⁽¹⁾. Selon la société de conseil britannique Hatch Beddows, la valeur conservatrice moyenne de Farrell était ainsi d'USD 330 millions. Une étude complémentaire a également été réalisée par World Steel Dynamics, consultant américain, qui a estimé la valeur de Farrell à USD 410 millions. Selon les autorités belges, les deux analystes, présentent donc une valeur moyenne prudente pour Farrell d'USD 375 millions. En euros cette valeur moyenne serait donc d'environ 345,5 millions selon la moyenne mensuelle du cours de change USD — EUR en avril 2003 ⁽³⁾.
- (23) Le FSIH a reçu un dividende d'USD 2,5 millions en 2005 pour l'exercice se clôturant le 30 septembre 2004. Les autorités belges ne précisent pas quand ce dividende a été perçu mais selon la moyenne annuelle du cours de change USD — EUR en 2005, ce dividende équivaut à environ EUR 2,01 millions.

⁽¹⁾ JO C 95, 19 avril 2002, p. 2.

⁽²⁾ JO L 47, 18 février 2005, p. 28.

⁽¹⁾ Au 9 avril 2003, Duferco US n'avait pour unique filiale que Farrell.

⁽³⁾ Selon les taux retenus par la Banque centrale européenne.

- (24) Selon les autorités belges, la profitabilité de Farrell dépendrait de la différence entre le prix d'approvisionnement en brames sur le marché international et le prix des produits finis vendus par Farrell sur le marché américain. Or, le 29 septembre 2003 un accord a été conclu entre le groupe Duferco et le groupe [...] * Selon ce contrat, le groupe [...] * fournissait au groupe Duferco des brames à un prix calculé (i) sur le prix de vente des produits finis de Farrell (ii) moins les coûts de transformation par Farrell (iii) majorés d'une marge. Selon la Belgique, si ce contrat permettait de réduire très fortement le risque commercial de Farrell, il limitait le potentiel de Farrell de générer des profits. De surcroît, Farrell aurait connu des difficultés diverses à partir de 2005 dues à une baisse des ventes et des prix.
- (25) Au niveau du marché mondial de l'acier, la Belgique affirme qu'un consensus se dégagait dès la mi-2006 parmi les opérateurs du marché selon lequel le cycle positif de cette époque avait donné le maximum de sa puissance et qu'un cycle négatif approchait.
- (26) Dans ce contexte, le FSIH aurait alors revu l'opportunité de sa participation au sein de Duferco US. Ainsi, le 14 juin 2006, Duferco Industrial Investment et le FSIH ont convenu que Duferco Industrial Investment aurait une option d'achat sur toutes les actions détenues par le FSIH pour un montant d'EUR 95 millions. Cette option semble avoir été octroyée sans rémunération.
- (27) Le 12 décembre 2006, la société [...] *, société du groupe Duferco qui avait succédé à Duferco Industrial Investment pour tous les droits et obligations afférent à la présente mesure, a exercé l'option. En conséquence, le groupe Duferco est redevenu plein propriétaire de Duferco US le 12 décembre 2006 pour un montant d'EUR 95 millions.
- (28) Selon la Belgique, le FSIH a agi comme un investisseur privé au regard de sa participation dans Duferco US, dès lors aucun avantage n'aurait été accordé à Duferco Industrial Investment et donc au groupe Duferco. La Belgique déclare également que le FSIH a pu récupérer plus que sa mise initiale puisque le rendement annuel pour le FSIH de cet investissement en dollars s'élève à 6,81%.
- (29) La Belgique admet que les niveaux de fonds propres de Duferco US et de Farrell à la fin de septembre 2006 sont en hausse par rapport aux niveaux de 2003. Cependant, une référence aux fonds propres ou à ce qui est aussi appelé l'actif net comptable de ces entreprises ne serait pas pertinente pour évaluer la valeur de ces entreprises. En effet, cette méthode d'évaluation ne tient pas compte de la capacité d'une entreprise à générer des revenus futurs, ni de l'environnement dans lequel elle évolue, ni de la conjoncture du marché.
- (30) Enfin, la Belgique fait valoir que les résultats de Duferco US furent mauvais à partir de 2008. A ce titre, la Belgique estime que le FSIH a eu un comportement avisé en se retirant de Duferco US avant que la situation de cette société ne se dégrade.

3.2. Mesure n° 2: Participation dans DPH (9 avril 2003 — 14 juin 2006)

- (31) Le 9 avril 2003, le FSIH a acquis auprès de [société qui à cette époque contrôlait DPH] * [...] * environ 25% de DPH ainsi qu'une action privilégiée ("Preferred Share"). Auparavant, le FSIH avait demandé au consultant Ernst & Young une évaluation de la valeur de DPH. Sur la base de cette évaluation (ci-après "le rapport E&Y 2003"), la valeur moyenne de 25% de DPH était comprise entre USD 82 et 102 millions, soit une valeur moyenne d'USD 92 millions. Le prix de la transaction entre le FSIH et [société qui à l'époque contrôlait DPH] * sera finalement d'EUR 80 millions, soit environ USD 87 millions selon la moyenne mensuelle du cours de change EUR — USD en avril 2003.
- (32) Les parties ont convenu qu'en raison de la détention d'une action privilégiée, le FSIH disposerait d'un droit préférentiel aux dividendes de DPH comme suit : (i) l'octroi d'une somme d'EUR deux millions pour chacun des exercices 2003 et 2004; (ii) l'octroi d'une somme d'EUR 4 millions pour chacun des exercices suivants.
- (33) En janvier 2005, le FSIH a ainsi perçu un dividende d'EUR 4 millions pour les exercices 2003 et 2004. Aucun dividende ne semble avoir été versé pour l'exercice 2005. L'exercice 2006 n'était pas clôturé avant que le FSIH revende sa participation.
- (34) En effet, en 2006, le FSIH a souhaité se désengager de DPH, selon les autorités belges, "compte tenu des perspectives à moyen et long terme de la sidérurgie mondiale". En prévision de sa sortie, le FSIH a à nouveau mandaté Ernst & Young en vue de valoriser sa participation de 25% dans DPH (ci-après, le rapport E&Y 2006). Le rapport E&Y 2006 évalue la participation de 25% entre USD [...] * et [...] * millions, soit environ EUR [...] * et [...] * millions selon la moyenne annuelle du cours de change USD — EUR en 2006.
- (35) Le rapport E&Y 2006 utilise méthode dite du multiple "price — earnings". Cette méthode est appliquée de la manière suivante par E&Y :

1. Identifier pour l'année de référence (ici 2006) et pour les 2 ou 3 années précédentes un bénéfice net ajusté de l'entreprise évaluée ("Adjusted Earning");

2. Identifier pour l'année de référence (ici 2006) et pour les 2 ou 3 années précédentes un multiple "price — earnings". Les multiples sont évalués en prenant en compte une médiane des multiples de sociétés comparables issus des transactions sur ce marché dans une année donnée. En multipliant son bénéfice net ajusté pour l'année X avec le multiple identifié pour cette même année X, on obtient une estimation de la valeur de l'entreprise, sans tenir compte de la cyclicité du marché (i.e. le fait que les années exceptionnellement bonnes et les années exceptionnellement mauvaises se succèdent selon la conjoncture).
 3. Pondérer les données des différentes années pris en considération pour tenir compte de la cyclicité du marché.
 4. Obtenir, enfin, selon la pondération choisie un unique bénéfice net ajusté et un unique multiple. En multipliant le premier par le second, on obtient une estimation de la valeur de l'entreprise, en tenant compte de la cyclicité du marché.
 5. Ajuster le résultat ainsi obtenu pour tenir compte d'autres facteurs qui peuvent avoir une influence sur la valeur de la société: absence de participation majoritaire, caractère plus ou moins liquide des actions, dividendes préférentiels,
- (36) Les parties ne vont cependant pas retenir telle quelle la valorisation du rapport E&Y 2006. Sur cette valorisation, les parties vont appliquer à la baisse un certain nombre de décotes et prendre en compte certains éléments de contexte. Le prix qui sera finalement retenu lors de la vente du 14 juin 2006 sera d'EUR [...] millions c'est-à-dire environ USD [...] millions selon la moyenne mensuelle du cours de change EUR- USD en juin 2006
- (37) Les autorités belges expliquent et chiffrent les décotes qui ont été appliquées de la manière suivante :

Décote n° 1

- (38) DPH est la maison mère de deux grandes divisions: la division Trading et la division Industry. Le 29 septembre 2003, soit quelques mois après l'entrée du FSIH dans son capital, DPH a vendu 50% des parts de sa division Trading (Duferco International Trading Holding — Guernesey) au groupe [...] Cette vente s'est faite sur la base de la valeur comptable de la division Trading en ce sens que le prix de vente a été calculé en prenant en compte la moitié des fonds propres de Duferco International Trading Holding, soit USD 40,835 millions ou EUR 36,01 millions selon la moyenne annuelle du cours de change USD — EUR en 2003.
- (39) Selon les autorités belges, ce prix constitue un prix de marché. On doit donc le prendre en compte lorsque, environ 3 années après, on évalue l'entière du groupe. Selon les autorités belges, le rapport E&Y de 2006 aurait dû prendre en compte la valeur comptable de la division Trading et non, comme elle l'a fait, appliquer sa méthode d'évaluation — soit la méthode dite du multiple "price — earnings" — pour l'ensemble du groupe. A contrario, les autorités belges n'émettent pas d'objection à ce que la division Industry reste, quant à elle, évaluée selon la méthode dite du multiple "price — earnings".
- (40) Cette décote conduit à retirer entre USD 20 et 31 millions à l'évaluation du rapport E&Y 2006.

Décote n° 2

- (41) Selon les autorités belges, les parties ont estimé que le rapport E&Y 2006 ne prenait pas suffisamment en compte la cyclicité du marché de l'acier. Le rapport E&Y 2006 se basait sur l'année en cours (2006) et les 3 années précédentes qui comprenaient, selon les autorités belges, deux années exceptionnelles. Les parties ont donc rajouté les données des années 2001 et 2002 et ont pondéré différemment les années.
- (42) Le résultat de ces modifications conduit à retirer entre USD 24 et 53 millions à l'évaluation du rapport E&Y 2006.

Décote n° 3

- (43) La troisième décote est relative à l'illiquidité de la participation du FSIH. En effet, les titres de DPH ne sont pas publiquement cotés. De plus, dans leurs conventions, le FSIH et [société qui à l'époque contrôlait DPH]* ont convenu que le FSIH disposait d'un "tag-along right". Dans le cas où [société qui à l'époque contrôlait DPH]* voudrait vendre ses parts dans DPH à un tiers, le FSIH aurait le droit soit de vendre un nombre équivalant de parts au même tiers aux mêmes conditions, soit, si le tiers n'est pas d'accord, imposer à [société qui à l'époque contrôlait DPH]* de racheter lui-même un nombre équivalant de parts aux mêmes conditions avant d'effectuer sa propre vente.
- (44) De surcroît, en cas de projet de vente de parts à un tiers, chaque partie a reçu un "first refusal right" qui lui permet d'acheter en priorité les parts concernées aux conditions projetées avant le tiers. Enfin, en cas de projet de vente de parts à un tiers, le tiers doit accepter d'être lié par le même pacte d'actionnaires que celui en vigueur entre les parties.
- (45) Le rapport E&Y 2006 prend ces différents éléments en compte et applique sur la valorisation de DPH une décote de 30%. Selon les autorités belges, les parties ont estimé que cette décote n'était pas suffisante et l'ont portée à 40% en raison "de l'absence d'intérêt pour cette participation émanant d'autres acteurs".
- (46) Cette décote supplémentaire enlève entre USD 11 et 17 millions à l'évaluation du rapport E&Y 2006.

Décote n° 4

- (47) Comme déjà indiqué, le FSIH a droit à un dividende préférentiel d'EUR 4 millions par an à partir de l'exercice 2005. La réserve de DPH pour ces dividendes est en 2006 d'USD 28 millions. Le rapport E&Y 2006 n'ajoute pas cette somme comme telle à son évaluation mais lui applique une décote de 6,2% car E&Y pense que cette réserve est comparable à une obligation recevant une notation de type BBB. Au final, le rapport E&Y 2006 ajoute donc USD 22,2 millions à la valeur qu'elle a obtenue pour 25% des parts de DPH.
- (48) Les parties estiment que cette décote de 6,2% n'est pas suffisante mais qu'elle doit monter à 14% pour mieux tenir compte des risques associés à la cyclicité du secteur sidérurgique. En conséquence, la valeur de la réserve doit être fixée à USD 17 millions. Cette décote enlève donc USD 4 millions à l'évaluation d'E&Y.

Décote n° 5

- (49) La décote n° 5 est en réalité le choix de ne pas appliquer un surcote proposée par le rapport E&Y 2006. En effet, dans ce rapport, le consultant observe que le FSIH possède en vertu de la convention d'actionnaires des droits particuliers lui permettant de peser sur certaines décisions stratégiques du groupe et de suivre de près la gestion du groupe. Le rapport E&Y estime alors qu'on peut ajouter une prime de contrôle qui devrait se situer entre 0% et 10% de la valeur de la participation.
- (50) Selon les autorités belges, les parties ont choisi de ne pas retenir une telle prime de contrôle car les droits particuliers dont il s'agit n'auraient en réalité aucune valeur marchande dans le cadre d'une cession à un tiers ou encore à [société qui à cette époque contrôlait DPH]*. En effet, selon la Belgique, "dans l'hypothèse d'une cession à un actionnaire tiers, [société qui à cette époque contrôlait DPH]* pouvait s'opposer à la cession des droits inscrits dans la convention d'actionnaire de DPH. Par conséquent, [société qui à cette époque contrôlait DPH]* n'avait pas à payer une certaine somme pour récupérer les pleins pouvoirs".

Autre éléments de contexte

- (51) Les autorités belges font valoir deux autres éléments qui n'ont pas mené à l'application d'une décote mais que lesdites autorités ont voulu mentionner "afin que la Commission perçoive les différents éléments de négociation qui furent discutés entre les parties afin de fixer le prix final".
- (52) Le premier élément de contexte est relatif à un accord entre DPH et Farrell qui prévoit le transfert de certains bénéfices vers Farrell. En raison de cet accord, le rapport E&Y 2006 applique une décote d'USD 5,5 millions sur le bénéfice rapporté ("reported earning") de chaque année prise en considération. Les parties n'ont pas augmenté cette décote.
- (53) Le deuxième élément de contexte est relatif à un accord d'approvisionnement avec la société [...] du groupe [...]*. Cet accord prévoyait l'achat d'une quantité substantielle de produits semi-finis ("slabs") à un prix correspondant au coût de production. Pour DPH, cet accord constituait tant un risque de perte qu'une chance de gain en fonction des prix mondiaux de l'acier. Cet accord prévoyait des obligations d'apport de capital et des pénalités importantes en cas de retrait et constituait donc un risque de charge potentielle pour DPH. Le rapport E&Y 2006 n'a pas chiffré ce risque et, selon les informations transmises à la Commission par la Belgique, les parties ne l'ont pas fait non plus.

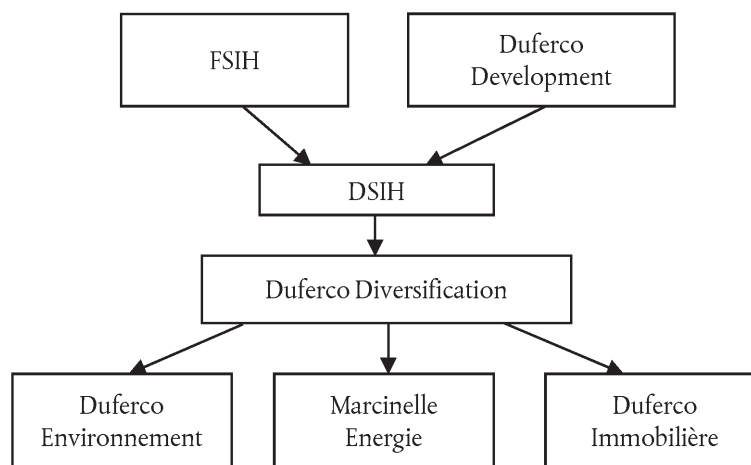
Total des décotes

- (54) La décote n° 5 est en réalité le choix de ne pas appliquer de surcote à l'évaluation faite par Ernst & Young en 2006. De même, les autres éléments de contexte de la négociation n'ont pas eu d'incidence chiffrée par rapport à cette évaluation. Dès lors, il faut conclure que dans leur ensemble, les décotes n° 1 à n° 4 ont enlevé entre USD 46 et 79 millions à l'évaluation de Ernst & Young de 2006. Sur cette base, les parties ont donc considéré que 25% des parts de DPH avaient une valeur entre [USD ...]* millions et [USD....]* millions.
- (55) Le prix qui sera finalement retenu lors de la vente du 14 juin 2006 sera d'EUR [...] millions, c'est-à-dire environ USD [...] millions selon la moyenne mensuelle du cours de change EUR- USD en juin 2006.
- (56) Selon la Belgique, le FSIH a agi comme un investisseur privé au regard de sa participation dans DPH, dès lors aucun avantage n'aurait été accordé à [société qui à cette époque contrôlait DPH]* et donc au groupe Duferco.
- (57) La Belgique ajoute que la décision du FSIH de sortir de DPH était également justifiée par le fait que l'accord avec le groupe [...] ainsi que l'accord sur une *joint-venture* avec le groupe sidérurgique russe NMLK rendait sa participation moins attractive. En effet, le groupe [...] procédait à de nombreux investissements et à de nombreuses acquisitions de participations au sein d'autres sociétés. Les risques pris par le groupe [...] auraient pu peser sur le groupe Duferco. La *joint-venture* avec NMLK serait une marque de la volonté de Duferco de sortir progressivement de la production sidérurgique industrielle en vue de se tourner progressivement vers de nouvelles activités telles que la réhabilitation de sites et le développement de projets énergétiques. Le FSIH aurait suivi cette tendance en se retirant de DPH pour investir dans les nouveaux projets de diversification du groupe (voir mesure sous examen n° 3).

3.3 Mesure n° 3: Participation dans DSIH (15-12-2006 — toujours en cours)

- (58) Le 15 décembre 2006, le FSIH et Duferco Développement ont augmenté le capital de Duferco Salvage Investments Holding (ci-après “DSIH”) d’EUR [...] millions chacun. Cet investissement avait pour but de racheter pour EUR [...] millions Duferco Diversification.
- (59) Duferco Diversification s’appelait au moment de l’achat “Carsid Développement” et appartenait à la société Steel Investment and Finance, la filiale commune de Duferco avec le groupe sidérurgique russe NMLK (ci-après “SIF”). Duferco Diversification détenait 100% des trois sociétés suivantes: Duferco Environnement, Duferco Immobilière et Marcinelle Energie.
- (60) Le graphe ci-dessus illustre les rapports entre les différentes sociétés impliquées dans la présente mesure :

Graphe n° 1: les sociétés impliquées dans la mesure n° 3



- (61) Selon les autorités belges, la valeur d’EUR [...] millions de Duferco Diversification serait justifiée par les éléments suivants:

1. Des créances commerciales

- (62) En effet, Duferco Diversification posséderait pour EUR [30-37] millions de créances commerciales envers une autre société du groupe, Duferco La Louvière.

2. La plus-value attendue du projet dit [...]*

- (63) Selon une convention conclue entre Duferco Development et Duferco Diversification le 4 février 2009, certains terrains appartenant à Duferco Development devaient être assainis par Duferco Diversification. Le coût de cet assainissement est évalué à EUR [...] millions. Une fois ces assainissements effectués, la valeur des terrains devraient s’élever à EUR [...] millions. La différence entre les deux chiffres — soit EUR [...] millions — constituerait, selon les autorités belges, une plus-value à répartir pour moitié entre Duferco Development et Duferco Diversification. Dès lors, la valeur de Duferco Diversification devrait tenir compte, en vertu du projet [...]*, d’un bénéfice compris entre EUR [...] et [...] millions.
- (64) Selon la convention du 4 février 2009, Duferco Diversification est cependant chargée de donner un crédit à Duferco Development pour financer le projet. Après réalisation de celui-ci, Duferco Diversification sera remboursée du montant de ce crédit, augmenté des intérêts calculés selon un taux encore à définir.
- (65) Les informations transmises à la Commission par la Belgique apprennent cependant que ce crédit n’a jamais été consenti. La finalisation du projet aurait pris du temps et, en définitive, Duferco Diversification et Duferco Development ont été fusionnés⁽¹⁾.
- (66) Le 8 juillet 2011, DSIH a vendu sa participation dans Duferco Diversification (abritant donc le projet [...]) à Duferco Long Products pour EUR [...] millions. Cette somme n’a cependant pas été payée par Duferco Long Products, Duferco Diversification conservant dans son bilan une créance d’EUR [...] millions à son égard. La Belgique estime que ce transfert n’empêche pas le FSIH d’espérer un retour sur investissement pour le projet [...]* car le FSIH est par ailleurs actionnaire à 49,7% de Duferco Long Products (voir mesure sous examen n° 6 ci-dessous).

⁽¹⁾ Plus particulièrement, Duferco Logistic et Duferco Industrial Investment qui détenaient les actions de Duferco Development ont cédé celles-ci à Duferco Diversification. La société mère Duferco Development est donc devenue la fille de Duferco Diversification. Ensuite, Duferco Diversification a absorbé sa nouvelle fille (Duferco Development).

- (67) Le 9 septembre 2011, Duferco Diversification, à présent filiale de Duferco Long Products, a été absorbée par Duferco La Louvière Long Products rebaptisée ensuite Duferco Belgium. Enfin, le projet [...] a été vendu par Duferco Belgium à sa société sœur Duferco Wallonie en date du 19 décembre 2012 pour une valeur d'EUR [...] millions. Cette somme correspondrait à la plus-value espérée du projet réévaluée en 2012 selon de nouvelles expertises.
- (68) Les autorités belges ne donnent pas d'autres indications quant à la mise en application ou non du projet [...] à ce jour et quant à son succès ou son échec commercial.

3. L'apport à une filiale de Duferco Diversification de biens immobiliers

- (69) Certains biens immobiliers ont été transférés à Duferco immobilière. Leur valeur, attestée par un consultant, est évaluée à un montant entre EUR [14-21]* et [15-22]* millions.

4. La valeur du projet Marcinelle Energie

- (70) Marcinelle Energie, une filiale de Duferco Diversification, avait pour projet en 2006 de mener à bien la construction d'une centrale CCGT (turbine Gaz-Vapeur) à Charleroi. Le retour espéré du projet terminé avec succès était évalué à EUR [70-78]* millions.
- (71) Selon les autorités belges, le but était de revendre à un tiers la filiale Marcinelle Energie pour EUR [70-78]* millions. Le FSIH et le groupe Duferco espéraient revendre [75-83]*% de la société pour EUR [49-55]* millions et les [18-25]* % restants pour EUR [19-26]* millions.
- (72) Pour arriver à ce chiffre, les autorités belges ont opéré de la manière suivante. Des premiers contacts auraient été pris avec des tiers pour la vente de [75-83]*% de la société et ces contacts auraient permis d'évaluer cette tranche de [75-83]*% à EUR [49-55]* millions. Pour les [18-25]*% suivants, le FSIH aurait pris en compte une valorisation effectuée par le cabinet d'expertise Bain selon lequel le projet aurait pour valeur moyenne nette actualisée un montant d'EUR [47-55]* millions auxquels il faudrait ajouter une valeur moyenne d'EUR [46-54]* millions pour les quotas CO2 dont serait bénéficiaire le projet. Si l'on prend [18-25]*% de cette valeur ([47-55]* + [46-54]* millions), on obtient en effet une somme d'un peu plus d'EUR [19-26]* millions.
- (73) Selon le rapport Bain, la prise en compte de la valeur des quotas CO2 exigeait cependant que la centrale soit très rapidement opérationnelle et en tout cas au cours de l'année 2009. Si le projet devait prendre du retard, il ne pourrait plus profiter de l'opportunité de recevoir les quotas CO2 disponibles.
- (74) En juin 2008, Duferco Diversification parvient à vendre [75-83]*% du projet Marcinelle Energie à ENEL pour le prix d'EUR [30-37]* millions. Cette vente est cependant accompagnée d'une option de vente selon laquelle Duferco Diversification pourrait revendre ses parts restantes ([...]*%) à ENEL un an après la mise en service de la centrale au prix d'EUR [...] millions augmenté du remboursement des pertes éventuelles résultant d'un accord [...]*.
- (75) Selon les autorités belges, la conjoncture du marché de l'électricité s'est cependant brusquement retournée à partir de 2010 et la rentabilité des centrales CCGT (turbine Gaz-Vapeur) aurait alors drastiquement chuté. Cette chute serait due à une augmentation de la production d'électricité éolienne et solaire en Belgique et aux prix faibles du dioxyde de carbone et du charbon (redressant la compétitivité des centrales au charbon). La centrale de Marcinelle a cependant été mise en service le 31 mars 2012.
- (76) Début 2013, Duferco Diversification (devenue Duferco Belgium) a alors exercé son droit de sortie pour un montant d'EUR [...] million augmenté d'EUR [...] millions en remboursement des pertes enregistrées sur l'accord [...]*, augmenté d'EUR [...] million à titre de [...] et d'EUR [...] million en [...] (sans autres précisions).
- (77) En définitive, le projet Marcinelle Energie aura donc été cédé pour un total d'EUR [...] millions. Cependant, comme le précise la Belgique, il faut déduire de cette somme les investissements (EUR [...] millions) et les pertes (ca. EUR [...] millions) réalisés entre 2006 et 2013: on obtient alors une rentabilité pour le projet d'environ EUR [40-46]* millions.
- (78) Or, la rentabilité escomptée pour ce projet était initialement d'EUR [70-78]* millions. Cette différence négative serait due au retournement de situation du marché de l'électricité. Les autorités belges affirment ainsi que le groupe ENEL a également perdu de l'argent dans ce projet et renvoient aux rapports annuels 2011 et 2012 de ce groupe qui montrent une réduction de valeur actée sur les actifs de Marcinelle Energie.

5. Total des quatre éléments

- (79) Sur la base des quatre éléments mentionnés ci-dessus, le FSIH et le groupe Duferco aurait conclu en 2006 que la valeur de Duferco Diversification était comprise entre EUR [...] millions et EUR [...] millions. C'est finalement la valeur d'EUR [...] millions qui sera retenue, dont la moitié sera apportée par le FSIH.

- (80) La Belgique fait valoir que cet investissement au sein de DSIH doit être considéré comme un investissement dit *pari passu* avec Duferco Development. Le FSIH et Duferco Development ayant apporté la même somme, ils auraient les mêmes intérêts et seraient soumis aux mêmes risques. En ce sens, l'intervention du FSIH serait conforme au principe de l'investisseur privé.
- (81) Pour rappel, le 8 juillet 2011, DSIH a vendu sa participation dans Duferco Diversification à Duferco Long Products pour le même montant, à savoir EUR [...] millions. Cette somme n'a cependant pas été payée par Duferco Long Products, Duferco Diversification conservant dans son bilan une créance d'EUR [...] millions à son égard.

3. 4. Mesure n° 4: Prêt à [société tête de groupe]* en septembre et décembre 2009

- (82) Le FSIH a accordé un prêt d'EUR 100 millions à la société [société tête de groupe]*. A l'époque du prêt, cette société était enregistrée à [...]*. Aujourd'hui, elle est devenue la société [société tête de groupe]*, société de droit [...]*. Cette société est la tête de groupe du groupe Duferco (voir ci-dessus pt.(10)).
- (83) Le prêt a été libéré en deux tranches: EUR [30-40]* millions en septembre 2009 et EUR [60-70]* millions en décembre 2009. Le taux applicable au prêt a été fixé au taux Euribor 12 mois (1,302%) plus 75 points de base, soit 2,052%, au moment de la conclusion de la convention. Selon la soumission des autorités belges du 4 juin 2013, le taux effectivement retenu était de 2,04% lors de la libération de la première tranche (septembre 2009) et de 1,99% lors de la libéralisation de la seconde tranche.
- (84) Une garantie a été accordée sous forme de gage sur 15% des actions de la société DPH. D'après le rapport annuel de Duferco pour 2009, la valeur de cette garantie correspondait à USD [...]*. Selon les autorités belges, la valeur de cette garantie correspondait à ce montant, si l'on se base uniquement sur l'actif net au moment de l'octroi du prêt.
- (85) Le prêt était conclu pour une durée de 6 ans. Cependant, selon l'article 1.1 de la convention de prêt, le prêt était remboursable de façon anticipée en cas de changement de contrôle et au plus tard le 31 décembre 2015. Cet article fait en effet mention de clauses d'option d'achat mutuelles entre le groupe Duferco et NMLK, prévues dans une convention du 1^{er} février 2008, qui pouvait être exercée à partir de décembre 2008 à un prix de 600 millions d'USD. En vertu de l'article 6.1. de la convention, en cas de changement de contrôle de SIF, l'emprunteur était tenu d'allouer prioritairement les sommes perçues à cette occasion au remboursement intégral du prêt octroyé par le FSIH. Le prêt a été effectivement remboursé de façon anticipée en juillet 2011 en raison de la reprise de l'intégralité de SIF par NMLK.

3.5. Mesure n° 5: Prêt à SIF en septembre et décembre 2009

- (86) Le FSIH a accordé un prêt d'EUR 75 millions, libérés en deux tranches d'EUR 20 millions en septembre et EUR 55 millions en décembre 2009. Le taux applicable au prêt a été fixé au taux Euribor 12 mois (1,302%) plus 75 points, soit 2,052%, au moment de la conclusion de la convention. Selon la soumission des autorités belges du 4 juin 2013, le taux effectivement retenu était de 1,99% lors de la libération des deux tranches.
- (87) Le FSIH a considéré que compte tenu de la situation financière solide de SIF et en raison de l'absence, dans le cas d'espèce, de sûretés, une majoration de 40 points de base correspondant à la différence entre le niveau élevé de sûreté et le niveau bas, pour une entreprise notée AAA, selon la communication de la Commission de 2008, devait être ajoutée.
- (88) Par ailleurs, selon l'article 1.7. de la convention de prêt, en cas de changement de contrôle de SIF et pour autant que SIF n'ait pas émis l'intention de rembourser anticipativement le prêt, le FSIH avait la possibilité de convertir sa créance en capital. Le nombre d'actions reçu en échange était calculé selon une formule préétablie par la convention de prêt et ne pouvait excéder 25% du capital de SIF plus une action. NMLK disposait d'une option d'achat et le FSIH d'une option de vente. Le prix d'exercice de ces options est préétabli par des formules contractuelles. Le FSIH pouvait revendre les actions pour un montant équivalent à la créance convertie (en capital et en intérêt) augmentée d'un intérêt équivalent au taux de référence de la Commission européenne en matière d'aides d'Etat augmenté de 200 points de base.
- (89) Le 29 juin 2011, les parties ont convenu que compte tenu de la situation négative mondiale du secteur sidérurgique et compte tenu du changement de contrôle de SIF, SIF devait rembourser le prêt de façon anticipée en trois versements étalés sur les années 2011, 2012 et 2013. Le 30 juin 2011, SIF a remboursé une partie du capital soit EUR [20 000 000- 25 000 000]* ainsi que les intérêts échus à cette date, soit EUR [1 000 000- 5 000 000]*. Un montant d'EUR [55 000 000- 60 000 000]* reste dû à ce jour.

3.6. Mesure n° 6: Augmentation de capital de 100 millions d'euros au sein de Duferco Long Products en 2011

- (90) Lors de l'été 2011, le FSIH a injecté EUR 100 millions au sein de Duferco Long Products, société de droit luxembourgeois détenue à l'époque par Duferco Industrial Investment et le FSIH. Le groupe Duferco a fait de même pour un montant d'EUR 101 millions, le 7 juillet 2011, soit quelques jours avant l'apport effectué par FSIH. Cet investissement est toujours en cours.
- (91) L'injection de capital s'est déroulée en trois étapes. Tout d'abord, le 29 juin 2011, FSIH a accordé à Duferco Long Products un prêt convertible d'EUR 30 millions à un taux Euribor 12 mois plus 200 points de base (soit $2,137 + 2\% = 4,137\%$). Ce prêt avait été conclu pour 10 ans. Le prêt n'était assorti d'aucune garantie compte tenu de l'objectif des parties de le convertir en capital. La conversion du prêt en capital a effectivement eu lieu le 23 septembre 2011.
- (92) Puis en juillet 2011, FSIH est entré au capital de Duferco Long Products par une augmentation de capital d'EUR 70 millions.
- (93) Le capital d'EUR 201 millions (EUR 100 millions injectés par le FSIH et 101 millions injectés par Duferco) a été souscrit en vue :
- (i) d'acheter les actions de Duferco La Louvière Long Products (ci-après "DLPL") et les actions de Duferco Trebos pour respectivement EUR [80-100]* et [5-15]* millions;
 - (ii) d'acheter les stocks d'une autre société de Duferco pour EUR [50-70]* millions;
 - (iii) d'investir EUR [30-40]* millions au sein de Duferco Belgium pour la production d'une nouvelle coulée continue.
- (94) Actuellement, les investissements au sein de DSIH et Duferco Long Products sont toujours en cours. Le prêt à SIF n'a pas encore été totalement remboursé. La région wallonne considère que toutes ces interventions sont conformes au principe de l'investisseur privé en économie de marché.

IV. APPRÉCIATION DES MESURES

4.1. Évaluation de la présence d'aide au sens de l'article 107, paragraphe 1, du TFUE

- (95) L'article 107 (1) TFUE dispose que sont incompatibles avec le marché intérieur, dans la mesure où elles affectent les échanges entre États membres, les aides accordées par les États ou au moyen de ressources d'État sous quelque forme que ce soit qui faussent ou qui menacent de fausser la concurrence en favorisant certaines entreprises. Cette disposition détermine les conditions à partir desquelles une mesure d'un État membre pourra être considérée comme une aide d'État.
- (96) Premièrement, les mesures en cause doivent une origine étatique en ce sens qu'elles doivent impliquer des ressources d'État et être imputables à l'État. Deuxièmement, la Commission doit vérifier si les ressources d'État procurent un avantage. Troisièmement, les mesures doivent être sélectives (par exemple s'adresser à une entreprise, à un secteur économique ou à une zone géographique) par opposition à une mesure de portée générale. Quatrièmement, les mesures doivent être susceptibles de fausser la concurrence et d'affecter les échanges entre États membres.
- (97) La Commission examinera d'abord pour les six mesures sous examen les critères de l'origine étatique, de la sélectivité et de l'impact sur la concurrence et les échanges. Elle analysera ensuite le critère de l'avantage économique pour chacune des mesures.

4.1.1. Le critère de l'origine étatique

- (98) La Commission rappelle que "pour que des avantages puissent être qualifiés d'aides au sens de l'article 87, paragraphe 1, CE, ils doivent, d'une part, être accordés directement ou indirectement au moyen de ressources d'État et, d'autre part, être imputables à l'État" ⁽¹⁾.
- (99) L'organisme à l'origine des mesures sous examen est le holding financier FSIH. Le FSIH, dont l'objet social est l'intervention dans des sociétés sidérurgiques basées à l'étranger, est une filiale détenue à 100% par la SOGEPA, elle-même détenue à 100% par la Région wallonne. Les fonds à la disposition du FSIH sont donc sous le contrôle de la Région wallonne et constituent ainsi des ressources d'État. La description de la SOGEPA et du FSIH effectué ci-dessus (cfr. pts (11) et suivants) semblent démontrer que le rôle des autorités publiques est décisif dans les interventions de la SOGEPA et du FSIH. Les articles de presse parus dans le journal *Le Soir* du 21 novembre 2011 recueillent par ailleurs les réactions des ministres wallons en charge de l'économie à l'époque des faits. Ces personnes assument visiblement la responsabilité du Gouvernement wallon quant aux interventions du FSIH.

⁽¹⁾ Arrêt *Stardust Marine* C-482/99 du 16 mai 2002, point 24.

- (100) Les mesures sous examen semblent donc également imputables à la Région wallonne.
- (101) En conclusion, la Commission estime à ce stade que les mesures sous examen remplissent le critère de l'origine étatique.

4.1.2. Le critère de la sélectivité

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

4.1.3. Les critères de l'affectation de la concurrence et des échanges entre États membres

- (103) Le groupe Duferco est actif sur le marché de la sidérurgie. Au sein de l'Union européenne, le marché sidérurgique compte plusieurs autres opérateurs actifs et les produits sidérurgiques font l'objet d'échanges entre plusieurs États membres. Par conséquent, conformément à la jurisprudence de la Cour ⁽¹⁾, les mesures sont susceptibles d'affecter la concurrence et les échanges entre États membres.

4.1.4. Critère de l'avantage octroyé à Duferco

4.1.4.1. *Mesure n° 1: Participation dans Duferco US (9 avril 2003 — 12 décembre 2006)*

- (104) Selon la Belgique, le FSIH a agi comme un investisseur privé au regard de sa participation dans Duferco US, dès lors aucun avantage n'aurait été accordé à Duferco Industrial Investment et donc au groupe Duferco.
- (105) La Commission ne remet pas en cause les conditions selon lesquelles la Belgique a acquis une participation au sein de Duferco US. Par contre, la Commission doute que les conditions selon lesquelles le FSIH a permis la terminaison de sa participation dans Duferco US soient conformes au principe de l'investisseur privé en économie de marché.
- (106) En effet, la Commission observe qu'en date du 14 juin 2006, le FSIH a octroyé au groupe Duferco une option lui permettant d'acquérir la moitié (moins 1) des parts de Duferco US pour un montant d'EUR 95 millions. Or ce montant correspond au montant global payé par le FSIH lors de son entrée au capital de Duferco US alors que les résultats de l'entreprise sur la période 2003-2006 (voir points (112) et (113) ci-dessous) font penser que la valeur de l'entreprise a augmenté.
- (107) La Commission est d'avis qu'un investisseur privé aurait vraisemblablement requis un prix supérieur à EUR 95 millions pour la réalisation d'une telle option.
- (108) A cet égard, la Belgique déclare que le FSIH a pu récupérer plus que sa mise initiale puisque le rendement annuel pour le FSIH de cet investissement en dollars s'élève à 6,81%.
- (109) La Commission observe que le rendement annuel de l'investissement en dollars ne semble pas pertinent étant donné que le FSIH a bien effectué son investissement en euros et que les transactions d'entrée et de sortie ont bien été libellées euros. Or, le montant reçu par le FSIH (EUR 95 millions) lors de sa sortie de Duferco US correspond au montant qu'il a payé pour entrer dans le capital de Duferco US et acheter l'option d'achat décrite plus haut (voir ci-dessus pt.(21)).
- (110) Dès lors, si un rendement devait être calculé en euros, il se limiterait au dividende perçu en 2005 pour un montant d'EUR 2,01 millions réparti sur la durée de la prise de participation, soit un pourcentage de 0,55% par an ou de 2,1% pour la durée totale de la prise de participation.
- (111) La Commission observe aussi que le FSIH n'a pas fait procéder à une évaluation de sa participation avant d'octroyer une option au groupe Duferco qui pouvait, potentiellement, lui permettre de se désengager de Duferco US.
- (112) En outre, contrairement à ce qu'affirme la Belgique, les sociétés Farrell et Duferco US ne semblaient pas connaître de difficultés financières particulières. Les comptes consolidés de la maison mère, Duferco US, font apparaître les données suivantes.

Tableau n° 1

Fonds propres et résultats nets de Duferco US (millions de dollars)

	2003/09	2004/09	2005/09	2006/09
Fonds propres	51.912	129.686	115.795	140.577
Résultat net	-6.596	77.716	-13.891	24.782

⁽¹⁾ Arrêt *Philippe Morris Holland* aff. 730/79, pts. 11 et 12.

- (113) Les mêmes comptes consolidés donnent à voir pour Farrell les données suivantes.

Tableau n° 2

Fonds propres et résultats nets de Farrell (millions de dollars)

	2003/09	2004/09	2005/09	2006/09
Fonds propres	78.721	157.370	134.150	139.402
Résultat net	-7.034	78.591	-13.279	25.458

- (114) De ces données, il apparaît que la période 2003-2006 a été dans l'ensemble une période bénéficiaire pour Duferco US et Farrell. Il en résulte que la valeur de Duferco US devait être, à première vue, plus élevée en 2006 qu'en 2003 où elle avait été évaluée à l'époque à EUR 345,7 millions.
- (115) Contrairement à ce que prétend la Belgique, la Commission n'affirme pas que la valeur de Duferco US en 2006 soit égale à ses fonds propres en 2006 en application de la méthode dite de l'actif net comptable. Il reste néanmoins que le fait qu'en 2006 tant les fonds propres que le résultat net de Duferco soient meilleurs qu'en 2003 constitue un indice non négligeable en faveur d'une plus grande valeur de Duferco US en 2006.
- (116) La Belgique soutient cependant que Duferco US ne valait pas plus en 2006 qu'en 2003. Elle invoque notamment l'accord passé entre le groupe Duferco (DPH) et le groupe [...] du 29 septembre 2003 qui aurait limité la capacité de Farrell de générer des bénéfices. La Belgique mentionne aussi que l'année 2005 a été mauvaise pour Duferco US et que dès la mi-2006, les opérateurs du marché estimaient que le secteur allait entrer dans un cycle négatif.
- (117) La Commission observe à cet égard que l'accord avec le groupe [...] a été conclu dans l'intérêt de Farrell et semble a priori un élément permettant de sécuriser la valeur de Farrell sur le long terme. De surcroît, cet accord a été conclu quelques mois seulement après l'entrée du FSIH tant dans Duferco US que dans DPH (voir mesure sous examen n° 2). Il en résulte d'une part, que le FSIH ne semble pas s'être opposé à cet accord, tant au niveau de Duferco US que de DPH où pourtant sa participation lui confère un droit de regard sur les décisions stratégiques, d'autre part, que le FSIH aurait dû se désengager plus tôt de Duferco US si cet accord lui était réellement préjudiciable et non seulement en 2006.
- (118) Par ailleurs, la Commission observe aussi que DPH avait consenti à transférer une partie de ses bénéfices à Farrell suite à une convention interne au groupe Duferco (voir pt. (52) ci-dessus). Cet élément ne semble pas avoir été pris en compte par le FSIH. Ensuite, la référence de la Belgique à l'année 2005 comme étant une mauvaise année ne semble pas pertinente au regard des bons résultats de l'année 2006. Enfin, la Belgique ne documente pas son affirmation selon laquelle dès la mi-2006 les opérateurs du marché pouvaient s'attendre à l'arrivée d'un cycle négatif et de quelle manière le FSIH aurait pris cet élément en compte.
- (119) La Belgique fait ensuite valoir que le prix d'acquisition de la moitié des actions (moins 1) de Duferco US était de loin inférieur à la valeur qu'on obtiendrait en divisant par deux l'estimation faite de la valeur de l'entreprise par les consultants indépendants Hatch Beddows et World Steel Dynamics (cfr. pt. (22)).
- (120) La Commission ne conteste pas ce point de vue. Elle constate cependant que le FSIH n'a pas valorisé son investissement effectué le 9 avril 2003 pour un montant d'EUR 95 millions d'euros puisqu'en date du 14 juin 2006, le FSIH a accordé une option au groupe Duferco permettant de reprendre les actions de Duferco US pour le même montant.
- (121) La Belgique fait également valoir que les résultats de Duferco US étaient très mauvais au 31 décembre 2008 (menant à des fonds propres négatifs d'USD [60-66]* millions) et encore plus mauvais au 31 décembre 2009 (menant à des fonds propres négatifs d'USD [220-232]* millions). A ce titre, la Belgique estime que le FSIH a eu un comportement avisé en se retirant de Duferco US avant que la situation de cette société se dégrade.
- (122) A cet égard, la Commission admet que des perspectives négatives puissent conduire un opérateur privé à se défaire d'une participation. Cependant, la Commission observe que le FSIH a octroyé une option d'achat au groupe Duferco en date du 14 juin 2006, soit environ 2,5 années avant les résultats de 2008. Par ailleurs, la Belgique n'a pas fourni d'éléments suffisants permettant de conclure que le FSIH avait anticipé ces résultats et décidé d'octroyer une option d'achat au groupe Duferco au vu de cette anticipation.
- (123) De surcroît, la Commission estime que l'octroi d'une option d'achat de longue durée au groupe Duferco ne constitue pas une méthode efficace pour un opérateur privé qui souhaiterait se désengager d'une participation susceptible de perdre de sa valeur. En effet, le FSIH a octroyé cette option jusqu'au 31 décembre 2015 et le groupe Duferco était tout à fait libre de l'exercer ou non. Rien ne garantissait dès lors que le groupe Duferco exercerait cette option dans un futur proche.

- (124) A contrario, le FSIH s'était engagé à ne pas revendre sa participation à des tiers tout au long de la durée de l'option (voir section 2.04. du *Call Option Agreement* du 14 juin 2006).
- (125) Dès lors, l'octroi de cette option ne constitue en aucune sorte une manière efficace d'éviter de subir la détérioration des résultats de Duferco US que le FSIH aurait, selon la Belgique, anticipée.
- (126) Par ailleurs, en cas d'exercice de l'option après le 1^{er} janvier 2010, le prix d'achat aurait été diminué de tout dividende distribué après le 1^{er} janvier 2010. Cette option permet donc à Duferco Industrial Investment d'acquérir les parts de Duferco US quand elle le souhaite jusqu'au 31 décembre 2015 sans voir augmenter le prix d'acquisition et, au contraire, avec l'assurance que ce prix serait diminué de tout dividende distribué après le 1^{er} janvier 2010.
- (127) Enfin, cette option a été octroyée gratuitement au groupe Duferco alors qu'elle possède une valeur économique certaine pour le groupe Duferco qui peut l'exercer à sa meilleure convenance.
- (128) Dans les faits, la Commission observe que l'option a été exercée par le groupe Duferco en date du 12 décembre 2006, soit trois jours avant l'investissement du FSIH dans Duferco Salvage Investment Holding pour un montant d'EUR [65-72]* millions (mesure sous examen n° 3). Il est donc probable que le groupe Duferco n'a exercé son option à l'égard de Duferco US que lorsqu'il avait l'assurance que le FSIH effectuerait un nouvel investissement au sein d'une des sociétés du groupe.
- (129) La Commission conclut à ce stade qu'un investisseur privé en économie de marché aurait vraisemblablement requis un montant supérieur à EUR 95 millions pour la réalisation d'une option octroyée au groupe Duferco lui permettant d'acquérir la moitié (moins 1) des parts de Duferco US. De même, elle conclut à ce stade qu'un investisseur privé en économie de marché n'aurait pas accordé une telle option d'achat gratuitement et pour une si longue durée.

4.1.4.2. *Mesure n° 2: Participation dans DPH (9 avril 2003 — 14 juin 2006)*

- (130) La Commission doute que les conditions dans lesquelles le FSIH a mis fin à sa participation dans DPH soient conformes au principe de l'investisseur privé en économie de marché.
- (131) Selon la Belgique, le FSIH a agi comme un investisseur privé au regard de sa participation dans DPH, dès lors aucun avantage n'aurait été accordé à [société qui à cette époque contrôlait DPH]* et donc au groupe Duferco. La Belgique déclare également que le FSIH a pu récupérer plus que sa mise initiale puisque le rendement annuel pour le FSIH de cet investissement en dollars s'élève à 8,81%.
- (132) La Commission observe que le rendement annuel de l'investissement en dollars ne semble pas pertinent étant donné que le FSIH a bien effectué son investissement en euros et que les transactions d'entrée et de sortie ont bien été libellées euros. De surcroît, les conventions prévoyaient le versement de dividendes exprimés en euros.
- (133) Le montant reçu par le FSIH (EUR [...] millions) lors de sa sortie de DPH est supérieur à hauteur d'EUR 4 millions au montant qu'il a payé pour entrer dans le capital de DPH. Dès lors, si un rendement devait être calculé en euros, il se limiterait à cette somme de 4 millions, augmentée du dividende de 4 millions perçu par le FSIH en janvier 2005, répartie sur la durée de l'intervention, soit un pourcentage inférieur à 5% l'an, si l'on prend en considération la durée totale de l'investissement qui est de plus de trois ans.
- (134) Par ailleurs, la Commission souhaite exprimer ses doutes quant au bien-fondé des décotes appliquées par les parties (le FSIH et [société qui à cette époque contrôlait DPH]*) par rapport à l'évaluation de 25% de DPH effectuée par Ernst & Young en 2006 :

Sur la décote n° 1

- (135) A ce stade, la Commission ne voit pas quelle serait la justification qui oblige à prendre en compte la valeur comptable de la division Trading lorsqu'il s'agit d'apprécier la valeur de marché de cette division. Si la valeur comptable de cette division a été retenue par le groupe Duferco et [...]*, c'est bien dans le cadre de l'établissement d'une relation commerciale ayant un objet spécifique et mettant en place des droits et obligations réciproques.
- (136) La Commission observe ainsi que le groupe Duferco a établi avec [...]* un partenariat de long terme lui permettant de sécuriser un approvisionnement stable et en grande quantité en produits semi-finis (brames). L'accord prévoyait qu'[...] devait livrer des brames sur la base du prix de vente des produits finis de Duferco, moins les coûts de transformation de Duferco, majorés d'une marge. Cet accord a eu pour effet de réduire les marges de Duferco mais d'augmenter le volume de ses ventes. La vente de la moitié de la division Trading à [...] doit donc s'analyser dans le contexte de cet accord. Ce contexte ne semble pas transposable à l'hypothèse de la vente d'une participation dans DPH par le FSIH, ce dernier n'étant pas un producteur d'acier en relation commerciale avec le groupe Duferco.

- (137) La Commission observe également que, dans le cadre de leur partenariat, l'exposition de DPH envers le groupe [...] fut garanti par un accord de sûreté du 29 septembre 2006, modifié le 26 septembre 2008, qui prévoyait qu'en cas de défaut d'[...]*, le groupe Duferco pourrait se faire rembourser avec les fonds propres de la division Trading. C'est d'ailleurs ce qui est arrivé en 2009 où DPH a pu reprendre d'autorité à [...] des parts de la division Trading pour un montant d'EUR 125 millions en vue de régler une créance de même montant. Cette manière de procéder confirme que les parties avaient envisagé la valeur comptable de la division Trading comme un point de référence dans le cadre de leur relation commerciale spécifique. La Commission ne voit pas de raison, à ce stade, pour considérer que ce point de référence devrait aussi s'imposer dans le cadre de la vente d'une participation dans DPH par le FSIH. La Belgique a d'ailleurs fait savoir à propos de l'évaluation de la valeur de Duferco US (mesure sous examen n° 1) qu'elle ne considérerait pas la référence aux fonds propres (ou à l'actif net comptable) comme une manière appropriée de valoriser une entreprise.
- (138) Dès lors, la Commission estime que l'évaluation de la division Trading faite par le rapport E&Y 2006 selon la méthode du multiple "price — earnings" doit, à ce stade, être considérée comme une méthode valable d'évaluation.

Sur la décote n° 2

- (139) A ce stade, la Commission ne voit pas quelle serait la justification qui obligerait à prendre en compte les données des années 2001 et 2002 en plus des années 2003 à 2006, en vue de mieux appréhender la cyclicité du secteur.
- (140) En effet, le rapport E&Y 2006 prend en compte une période de quatre ans alors que le rapport E&Y 2003 prenait en compte une année de moins et ne semble pas avoir été contesté à cet égard.
- (141) De plus, la Commission observe que les bénéfices nets ajustés pour les années 2001 et 2002 sont diminués chacun d'EUR 5,5 millions et d'EUR 6 millions pour tenir compte respectivement de l'accord de transferts de certains bénéfices vers Farrell (voir ci-dessus pt. (52)) et de la vente de la moitié de la division Trading à [...]*. La Commission émet un doute sur la pertinence de la prise en compte pour les années 2001 et 2002 de ces accords qui se sont conclus dans le courant de l'année 2003 ou après. Ces accords sont en tout état de cause réversibles et il n'apparaît donc pas approprié de les appliquer rétroactivement aux années 2001 et 2002 comme s'ils limitaient définitivement la capacité future de DPH de générer des bénéfices.
- (142) Enfin, les nouvelles pondérations apportées par le FSIH et [société qui à cette époque contrôlait DPH]* aux années prises en compte dans l'évaluation de DPH ne procurent qu'un poids très faible à l'année 2006 qui est pourtant l'année au cours de laquelle la revente à [société qui à cette époque contrôlait DPH]* est effectuée.

Sur la décote n° 3

- (143) La Belgique justifie le fait de porter à 40% la décote d'illiquidité par l'absence d'intérêt d'autres acteurs de la sidérurgie. Cette affirmation n'est cependant nullement décrite et documentée. De manière générale, la Commission n'a reçu aucun élément montrant que le FSIH a voulu revendre à un autre acteur que [société qui à cette époque contrôlait DPH]* sa participation dans DPH.

Sur la décote n° 4

- (144) Aucun élément ne semble justifier qu'une plus grande décote soit appliquée sur la réserve de DPH pour les dividendes préférentiels. Les risques liés à la cyclicité du secteur font déjà l'objet d'une décote particulière (décote n° 2). Dès lors, appliquer une décote de 14% sur cette réserve mènerait à la conclusion que les perspectives du groupe ne sont pas bonnes alors que l'année 2006 en cours était une année avec de bons résultats.

Sur la décote n° 5

- (145) Concernant une éventuelle prime de contrôle, la Commission observe qu'à première vue, le fait pour [société qui à cette époque contrôlait DPH]* de récupérer le plein contrôle de DPH a une valeur économique qui doit être prise en compte. En outre, si [société qui à cette époque contrôlait DPH]* possédait bien un droit de refuser que le FSIH vende ses parts à un tiers, c'est à condition d'acquiescer lui-même les parts présentées audit tiers, selon les conditions négociées entre ce dernier et le FSIH. En conséquence, [société qui à cette époque contrôlait DPH]* n'avait pas un droit de refus inconditionnel à ce que les parts du FSIH, et donc aussi les droits particuliers qui y sont attachés, soit transmis à un tiers. Ces droits particuliers semblent donc posséder une valeur économique qui doit être prise en compte.

Sur les autres éléments de contexte

- (146) La Commission a pris connaissance des autres éléments de contexte avancés par la Belgique (i.e. l'accord avec Farrell et l'accord avec la société [...]* mais n'a pas reçu de justification convaincante sur la nécessité et la manière de les prendre en compte dans l'évaluation de DPH.

- (147) La Commission ne perçoit pas non plus le fondement de l'argument selon lequel les partenariats avec [...] et NMLK aurait rendu la participation dans DPH moins attractive. En effet, les risques pris par [...] ne semblaient pas de nature à nuire au groupe Duferco qui de toute façon s'est entendu avec le groupe [...] sur la manière de sécuriser leur accord (un accord de sûreté du 29 septembre 2006, modifié le 26 septembre 2008, prévoyait qu'en cas de défaut d'[...], le groupe Duferco pourrait se faire rembourser avec les fonds propres de la division Trading). Quant au partenariat avec NMLK et la volonté du groupe Duferco de se diversifier, ces éléments ne semblent en rien diminuer la valeur de DPH. Au contraire, ces éléments stratégiques semblent de nature à renforcer la position du groupe, ce que confirmeront par la suite ses excellents résultats (voir points (148) ci-dessous).
- (148) Au vu des tous ces éléments, la Commission conclut provisoirement que le FSIH n'a pas agi comme un investisseur privé lorsqu'il a négocié la revente de ses parts au sein de DPH. Le prix de vente qui a été retenu ne présente qu'une augmentation d'EUR 4 millions par rapport au prix d'achat. Face à ce prix, la Commission observe que les fonds propres de DPH sont passés d'USD [...] millions en septembre 2003 (avec un résultat net d'USD [...] millions) à USD [...] millions en septembre 2006 (avec un résultat net d'USD [...] millions). La société a d'ailleurs continué à engranger des bons résultats par la suite puisque ses fonds propres sont passés à USD [...] millions en septembre 2007 (avec un résultat net d'USD [...] millions) et à USD [...] millions en septembre 2008 (avec un résultat net d'USD [...] millions).
- (149) Loin d'agir comme un investisseur privé, il semble que le FSIH a uniquement cherché à retrouver sa mise initiale d'EUR [...] millions augmenté du dividende d'EUR [...] millions dû pour l'année 2005 mais qui ne lui avait pas encore été distribué.

4.1.4.3. *Mesure n° 3: participation dans DSIH (15-12-2006 — toujours en cours)*

- (150) La Commission doute que les conditions dans lesquelles le FSIH a investi au sein de DSIH soient conformes au principe de l'investisseur privé en économie de marché.
- (151) La Belgique fait valoir que cet investissement au sein de DSIH doit être considéré comme un investissement dit *pari passu* avec Duferco Development. Le FSIH et Duferco Development ayant apporté la même somme, ils auraient les mêmes intérêts et seraient soumis aux mêmes risques. En ce sens, l'intervention du FSIH serait conforme au principe de l'investisseur privé.
- (152) La Commission est cependant d'avis à ce stade que l'on ne peut pas parler d'investissement *pari passu* dès lors que l'investissement se fait dans une société, DSIH, appartenant déjà au groupe Duferco. La Commission souhaiterait d'ailleurs que la Belgique précise quel était le niveau de fonds propres de DSIH avant l'investissement du FSIH et de Duferco Development.
- (153) De même, il semble qu'on ne puisse pas non plus parler d'investissement *pari passu* dès lors que le but de l'investissement est de racheter une société, ou à tous le moins des actifs ou des projets valorisés en tant qu'actifs, qui appartiennent déjà à moitié au groupe Duferco — à savoir la société Duferco Diversification ou ses actifs, qui appartiennent à SIF, la filiale commune entre le groupe Duferco et NMLK.
- (154) La Belgique affirme aussi que le projet dit Marcinelle Energie, développé initialement au sein de Carsid Development qui deviendra ensuite Duferco Diversification, "visait à permettre au groupe Duferco d'une part d'assurer son approvisionnement en électricité à des coûts raisonnables et d'autre part de s'assurer de profiter de la libéralisation du marché de l'énergie". Cette affirmation constitue également un motif de doute sur le caractère *pari passu* de l'investissement dans DSIH à partir du moment où au sein de la filiale Marcinelle Energie, il semble que seul l'actionnaire public assume un risque nouveau, l'actionnaire privé ne faisant que transférer une activité ou un projet existant au sein de cette filiale. A ce titre, l'actionnaire privé semble plutôt atténuer le risque qu'il a pris grâce à l'entrée du partenaire public.
- (155) Par ailleurs, la Commission a des doutes concernant deux des éléments qui justifient la valeur de Duferco Diversification (EUR [...] millions) : la valeur du projet [...] et la valeur du projet Marcinelle Energie.
- (156) En effet, concernant le projet [...], la Commission observe que le FSIH a décidé son investissement avant que les termes de ce projet ne soient fixés. Ces termes ont été fixés seulement en 2009 en laissant en suspens une question essentielle, à savoir celle des modalités du financement du projet. Un opérateur privé en économie de marché n'aurait vraisemblablement pas accepté d'engager une telle somme sans connaître ses modalités. De l'aveu même des autorités belges, la plus-value escomptée du projet a été réévaluée en 2012 soit près de 6 années après l'investissement initial du FSIH (au côté de Duferco Développement).
- (157) Par ailleurs, la Belgique n'a pas expliqué clairement comment la plus-value espérée serait enregistrée ou perçue par Duferco Development (ou, aujourd'hui, par Duferco Wallonie, société qui abrite actuellement le projet).

- (158) La Commission souhaiterait recevoir ses informations et savoir si le FSIH les possédait également avant son intervention. En outre, la Commission ne sait pas si ce projet a été mené ou non et quel fut son résultat.
- (159) Concernant le projet Marcinelle Energie, la Commission observe que la valorisation qui a été retenue repose d'abord sur des contacts qui auraient été pris avec des partenaires privés en vue d'une vente de [75-83]*% du projet pour un montant d'EUR [49-55]* millions. Si la Belgique a bien fourni à la Commission des copies de courriers électroniques entre le groupe Duferco et certains partenaires privés, ces copies ne contiennent aucune valorisation du projet Marcinelle Energie ni même aucun début de formalisation d'un accord de vente.
- (160) La valorisation qui a été retenue repose ensuite, pour les 20% restants, sur les rapports d'expertise effectués par Bain. Or, ces rapports mentionnent clairement que la prise en compte de la valeur des quotas CO2 dont pourraient être bénéficiaire la centrale de Marcinelle est conditionnée par une mise en œuvre rapide du projet, en tout cas au cours de l'année 2009. La Commission observe que la centrale de Marcinelle n'a été mise en œuvre qu'au 31 mars 2012 et que la Belgique n'a donné aucun élément montrant qu'une mise en œuvre au cours de l'année 2009 était possible. En d'autres termes, la valeur reportée par Bain ne devait pas être prise en compte s'il était clair à la date de l'investissement du FSIH que le projet ne serait pas mis en œuvre en 2009.
- (161) La Commission observe que la rentabilité du projet a été bien moindre qu'escomptée, soit EUR [40-46]* millions au lieu de EUR [70-78]* millions. Quand bien même le projet aurait eu une rentabilité d'EUR [70-78]* millions, le FSIH n'aurait pu en espérer aucune plus-value puisque son investissement initial (au côté de Duferco Développement) visait à acquérir le projet pour cette valeur. La Commission s'interroge ainsi sur la volonté réelle du FSIH de valoriser son investissement. Un opérateur privé aurait apporté l'argent nécessaire à la réalisation du projet Marcinelle Energie, il n'aurait pas tenté d'acquérir la société qui mène ce projet pour un montant équivalent au retour espéré du projet. En agissant ainsi, le FSIH semble simplement avoir allégé le risque pris par le groupe Duferco sans contrepartie.
- (162) La Belgique déclare que la rentabilité du projet a été affectée par un retournement de situation du marché qui était imprévisible. Or, il apparaît que le projet a été rentable mais pas suffisamment pour atteindre le montant investi par le FSIH (au côté de Duferco Développement). Par ailleurs, la Commission considère qu'elle n'a pas reçu d'éléments suffisants pour déterminer si la rentabilité du projet a été affectée par un retournement de situation du marché de l'électricité imprévisible⁽¹⁾.
- (163) Enfin, la Commission observe que DSIH a vendu sa participation dans Duferco Diversification à Duferco Long Products le 8 juillet 2011 pour un montant d'EUR [...] millions, cette somme ne lui ayant pas encore été réglée. La Commission observe donc qu'entre le 15 décembre 2006 et le 8 juillet 2011, le FSIH n'a obtenu aucun plus-value ou dividende lié à Duferco Diversification. La Commission se demande également s'il est correct d'affirmer que ce transfert à Duferco Long Products n'a aucune influence sur les intérêts du FSIH, ce dernier étant actionnaire à 49,7% de Duferco Long Products. En effet, la Commission observe que les parts au sein du DSIH étaient réparties à égalité parfaite entre le FSIH et le groupe Duferco. Or, au sein de Duferco Long Products, la Commission observe que le groupe Duferco possède plus que la moitié des parts.
- (164) Au vu des éléments ci-dessus, la Commission conclut à ce stade qu'un investisseur privé n'aurait pas investi EUR [65-72] millions au sein de DSIH.

4.1.4.4. **Mesures 4 et 5: Prêts [société tête de groupe]* et Steel Investment Finance en 2009**

- (165) Les autorités belges considèrent que le taux retenu pour les deux prêts ne contient aucun élément d'aide parce qu'il est largement supérieur au taux d'intérêt variable moyen appliqué par les banques au groupe [société tête de groupe]* et au groupe SIF, soit [1,1-1,5]*%.
- (166) La Commission émet un doute sur cette affirmation.
- (167) En effet, la Commission a demandé aux autorités belges d'indiquer si [société tête de groupe]* et SIF ont obtenu des prêts d'établissements financiers autres que le FSIH à la même époque et à quelles conditions. Les autorités belges ont produit deux tableaux énumérant une liste de prêts accordés en 2009 par différents établissements bancaires. Les éléments présentés dans ces deux tableaux ne permettent pas cependant de lever les doutes de la Commission. En effet, les tableaux comportent des prêts qui ne sont pas comparables: maturités différentes (en général, plus courte que celles des deux prêts en question), montants différents (beaucoup moins élevés que les deux prêts), nature différente (les tableaux comprennent des prêts revolving d'un an, des autorisations de découvert...). Par ailleurs, un seul tableau comporte un prêt Euribor 12 mois, c'est-à-dire d'un Euribor équivalent à celui utilisé pour les deux prêts. Or, il semble que l'Euribor avec des échéances plus longues est plus élevé que les prêts avec des échéances plus courtes. Enfin, la Commission relève que les autorités belges n'ont pas précisé si les tableaux étaient exhaustifs.

⁽¹⁾ Le fait que le groupe ENEL ait acté une réduction de valeur sur les actifs de Marcinelle Energie dans ses rapports annuels 2011 et 2012 ne constitue pas une preuve suffisante à cet égard. Ces réductions de valeur ne constituent pas une preuve que le groupe ENEL a perdu de l'argent, le montant initial de son investissement n'ayant pas été communiqué à la Commission.

- (168) De la lecture du tableau, la Commission constate qu'aucun établissement financier privé n'a accordé à [société tête de groupe]* des prêts de montants équivalents et comparables à ceux accordés par le FSIH.
- (169) La Commission souhaite préciser que l'absence d'un prêt identique n'implique pas l'existence automatique d'une aide d'Etat. La demande de la Commission ne vise qu'à rassembler le maximum d'information disponible afin de lui permettre d'analyser les conditions dans lesquelles ont été octroyés les prêts en l'espèce.
- (170) S'agissant du prêt à [société tête de groupe]*, la Commission note que la garantie est basée sur 15% des actions de la société DPH, soit une valeur d'USD [...] ⁽¹⁾ en 2009. La Commission considère que la marge entre la valorisation des actions et le montant semble important. Cependant, ce type de sûreté reste par définition variable et risque de perdre de la valeur en même temps que le prêt devient de plus en plus risqué. Par conséquent, la Commission n'est pas certaine qu'un investisseur privé aurait accepté de prendre ce risque sur le niveau de la garantie pour un prêt de ce montant étant donné la situation économique et financière de l'époque.
- (171) S'agissant du prêt à SIF, la Commission émet des doutes sur la pertinence du choix effectué par les autorités belges d'assimiler la situation de SIF à une entreprise notée AAA. En effet, aucun grands groupes sidérurgiques, tels que ArcelorMittal, NLMK ou encore Kobe Steel Ltd ⁽²⁾, n'avait une notation équivalente à la même époque. Les autorités belges reconnaissent elles-mêmes que *"compte tenu de la situation négative mondiale du secteur sidérurgique, il était préférable que SIF rembourse anticipativement le prêt."* ⁽³⁾
- (172) Enfin, la Commission s'étonne de l'absence de sûretés pour ce prêt. Les autorités belges ont précisé que 40 points de base ont été rajoutés pour compenser l'absence de sûretés. La Commission doute du caractère suffisant de cette compensation notamment en raison de la situation économique de l'époque. Pour l'ensemble de ces raisons, elle doute qu'un établissement financier privé aurait accepté d'accorder un prêt avec de telles conditions.
- (173) Par conséquent, la Commission n'est pas en mesure à ce stade de la procédure d'exclure définitivement la possibilité que les prêts accordés à [société tête de groupe]* et SIF ne comportent pas un élément d'aide d'Etat.

4.1.4.5. Augmentation de capital d'EUR 100 millions en 2011 au sein de Duferco Long Products, société de droit luxembourgeois filiale de DPH

- (174) Les autorités belges considèrent que le FSIH s'est comporté comme un apporteur de fonds privés agissant dans des conditions de marché. Selon elles, les prises et les reventes de participation ont été réalisées au prix de marché conformément aux valorisations par des experts indépendants et compte tenu des circonstances particulières de chaque opération. Les apports dans le capital des sociétés concernées ont toujours été réalisés *pari passu* avec un partenaire privé et sur la base d'un plan d'affaires.
- (175) S'agissant du prêt convertible d'EUR 30 millions, les autorités belges considèrent qu'il ne peut être assimilé à une aide d'Etat car elles considèrent avoir appliqué la communication de la Commission sur les taux de référence en ajoutant 200 points de base au taux Euribor 12 mois.
- (176) La Commission relève d'une part qu'elle ne dispose pas des éléments nécessaires, notamment sur le rating de DPL, pour confirmer l'analyse des autorités belges. Les remarques de la Commission faites au considérant (167) sur les tableaux fournis par les autorités belges sont également applicables pour ce prêt.
- (177) D'autre part, la Commission s'interroge sur la possibilité d'analyser cette mesure comme une injection de capital conjointement avec l'injection d'EUR 70 millions. Duferco pouvait en effet, à sa discrétion, le convertir en capital, ce qui a été fait moins de trois mois après son octroi. En outre, les autorités belges ont précisé que ce prêt n'est assorti d'aucune garantie compte tenu de l'objectif des parties de le convertir en capital.
- (178) Cependant, quel que soit l'option choisie, les documents produits jusqu'à présent par les autorités belges ne permettent pas à la Commission d'exclure à ce stade, la présence d'éléments d'aide.

⁽¹⁾ Selon les autorités belges, la valeur de cette garantie correspondait à ce montant, si l'on se base uniquement sur l'actif net au moment de l'octroi du prêt.

⁽²⁾ <http://www.arcelormittal.com/corp/~media/Files/A/ArcelorMittal/investors/annual-reports/2009/638-17-0-AnnualReport2009-ManagementReport.pdf>, p. 61

http://www.moody.com/research/Moodys-withdraws-Baa2-debt-ratings-of-Kobe-Steel-PR_177877

<http://lipetsk.nlmk.com/upload/Annual%20report/2010/nlmkAR2009en1.pdf>, p. 69

⁽³⁾ Cf pt. 20 de la soumission du 4 janvier 2012.

- (179) La Commission rappelle qu'elle "considèrera que l'investissement a été effectué *pari passu* entre investisseurs publics et privés, et qu'il ne constitue donc pas une aide d'État, lorsque les conditions dont il est assorti seraient jugées acceptables par un investisseur privé opérant dans les conditions normales d'une économie de marché en l'absence de toute intervention publique. La Commission ne présumera que tel est le cas que si les investisseurs publics et privés partagent exactement les mêmes risques de sous-estimation et de surestimation et les mêmes possibilités de rémunération et s'ils sont placés au même niveau de subordination, et normalement à condition qu'au moins 50 % du financement de la mesure proviennent d'investisseurs privés qui sont indépendants de la société dans laquelle ils investissent" ⁽¹⁾.
- (180) Or, cet investissement ne peut être considéré comme *pari passu* car il porte sur des sociétés appartenant déjà au groupe Duferco. Par conséquent, le critère de l'indépendance de l'investisseur privé par rapport à la société dans lequel il investit, n'est pas rempli. Et le partage des risques n'est forcément pas le même entre l'investisseur public et l'investisseur privé qui investit dans une société appartenant déjà à son groupe. En effet, l'investissement, imputable à l'Etat, effectué dans des conditions qui sont différentes de celles des investisseurs privés, pourrait être susceptible d'apporter un avantage à Duferco Long Products. Par conséquent, l'intervention dans le capital de Duferco Long Products pourrait être qualifiée d'aide d'État.
- (181) S'agissant plus particulièrement de l'achat des actions de DLPL, la Commission note que les autorités belges ont produit un rapport sur l'évaluation des actifs corporels de la société et un plan d'affaires extrêmement bref (1 page). Elle considère que ces seuls documents ne donnent aucune information notamment sur le niveau d'endettement, l'activité de la société, etc. Ils ne permettent donc pas d'évaluer sa valeur. Enfin, la Commission observe également que le prix payé pour ces actions ne ressort pas du Share Purchase Agreement transmis.
- (182) La Commission a demandé à plusieurs reprises ⁽²⁾ l'intégralité du plan d'affaires 2011-2015 tel qu'il est mentionné en pages 48 et 49 de la soumission du 4 juin 2013 et sur lequel s'appuie le rapport Galtier de mai 2011. Celui-ci confirme en page 10 avoir eu connaissance de ce plan d'affaire. A ce stade de la procédure, les autorités belges n'ont pas communiqué ce plan à la Commission. Celles-ci n'ont produit que des documents assimilables à une étude de marché et le rapport Galtier de mai 2011 sur la valorisation des actifs.
- (183) S'agissant de l'achat des actions de Duferco Trebos, les autorités belges ont produit un rapport élaboré à partir du plan d'affaire mais pas le plan d'affaire lui-même. Le rapport concerne uniquement la valeur d'utilité des actifs corporels et incorporels de Trebos. La Commission considère que ce document ne permet pas d'évaluer la valeur de l'entreprise.
- (184) S'agissant des stocks, les autorités belges ont fourni une preuve de paiement des EUR [50-70]* millions, la facture et un document mentionnant la valeur de marché des stocks. Selon les autorités belges, ce dernier document est censé démontrer que Duferco Long Products a réalisé une bonne opération car la valeur réelle des stocks étaient évalués à EUR [50-70]* millions. La Commission constate que ce document semble indiquer une valeur comptable des stocks, qu'il ne mentionne pas comment la valeur de marché des stocks a été calculée, qu'aucune date ne figure sur ce document et aucune indication sur l'origine des informations n'est donnée.
- (185) S'agissant des EUR [30-40]* millions, les autorités belges ont mentionné l'existence de différents business plan mais n'en ont produit qu'un seul. La Commission ne peut donc à ce stade exclure que cet apport de [30-40]* millions d'euros ne constitue un avantage pour Duferco Long Products.

4.1.5. Conclusion sur l'existence d'une aide d'État en faveur de Duferco

- (186) La Commission considérant, à ce stade de la procédure et sur la base des informations dont elle dispose, que (i) les mesures en cause sont financées par des ressources d'État, que (ii), elles procurent un avantage, que (iii) elles sont sélectives et (iv) elles sont susceptibles d'affecter la concurrence entre les États membres, la Commission conclut, à ce stade de l'analyse que les mesures sont susceptibles de constituer des aides d'État qui auraient dû être notifiées à la Commission en application de l'article 108(2) du TFUE.
- (187) A cet effet, la Commission est d'avis que la Belgique aurait dû lui notifier l'aide. Par conséquent, les autorités belges n'ont pas respecté la clause de suspension prévue à l'article 3 du règlement 659/1999 du 22 mars 1999 et de l'article 108 (3) du TFUE.

4.2. Compatibilité des aides avec le marché intérieur

- (188) L'interdiction des aides d'Etat n'est ni absolue, ni inconditionnelle. En particulier, les paragraphes 2 et 3 de l'article 107 du TFUE constituent des bases juridiques permettant de considérer certaines aides comme compatibles avec le marché intérieur.

⁽¹⁾ Lignes directrices concernant les aides d'état visant à promouvoir les investissements en capital-investissement dans les petites et moyennes entreprises JO C 194, 18.8.2006, p. 2.

⁽²⁾ Demandes d'information du 29 novembre 2011 et du 29 juin 2012; réunion du 6 mai 2013.

- (189) La Belgique n'a cependant invoqué aucun motif relatif à la compatibilité des mesures sous examen. La Commission de son côté observe que les dérogations du paragraphe 2 de l'article 107 TFUE ne semblent manifestement pas applicables. Parmi les dérogations du paragraphe 3 du même article, seuls les points a) et c) pourraient s'avérer utiles. Le point a) stipule en effet que peuvent être considérées comme compatibles par la Commission les aides destinées à favoriser le développement économique de régions dans lesquelles le niveau de vie est anormalement bas ou dans lesquelles sévit un grave sous-emploi. Le point c) affirme pour sa part que des aides destinées à faciliter le développement de certaines activités ou de certaines régions économiques, quand elles n'altèrent pas les conditions des échanges dans une mesure contraire à l'intérêt commun, peuvent également être considérées comme compatibles avec le marché intérieur.
- (190) Cependant, aucun texte d'encadrement ou lignes directrices de la Commission relatives aux critères de compatibilité en matière d'aides d'Etat ne semble pouvoir s'appliquer. Au regard de la possibilité d'aides régionales en particulier, les textes pertinents prévoient que de telles aides dans le secteur de la sidérurgie ne sont pas compatibles avec le marché intérieur ⁽¹⁾.
- (191) De surcroît, les mesures n° 1, 2, 4 et 5 semblent constituer des aides au fonctionnement et non à l'investissement initial. Les mesures n° 3 et 6 semblent également appartenir à cette catégorie. En effet, bien que les sociétés au sein desquelles le FSIH investit par les mesures n° 3 et 6° ont indirectement pour objet de mener à bien certains investissements, la Commission ne peut à ce stade considérer qu'il s'agit d'investissements initiaux, tels que définis par exemple par les lignes directrices concernant les aides d'Etat à finalité régionale ⁽²⁾.
- (192) Or, la Commission n'autorise en général pas des aides au fonctionnement, de telles aides ne permettant en général pas de réaliser un des objectifs d'intérêt général reconnus par l'article 107 TFUE, paragraphes 2 et 3. Ce type d'aide accorde un avantage économique non conditionné à un investissement de l'entreprise et n'a pour unique effet que de décharger celle-ci d'une partie de ses charges habituelles.

Conclusion quant à la compatibilité avec le marché intérieur

- (193) La Commission éprouve des doutes sérieux quant à la compatibilité avec le marché intérieur de l'ensemble des mesures sous examen.

V. RÉSUMÉ DES DOUTES DE LA COMMISSION

- (194) En premier lieu, la Commission doute que le FSIH ait agi comme un investisseur privé lorsqu'il a octroyé, via Duferco Industrial Investment, au groupe Duferco en date du 14 juin 2006 une option lui permettant d'acquérir la moitié des parts de Duferco US.
- (195) En second lieu, la Commission doute que le FSIH ait agi comme un investisseur privé lorsqu'il a vendu en date du 14 juin 2006, via [société qui à cette époque contrôlait DPH]*, au groupe Duferco, ses parts au sein de DPH.
- (196) En troisième lieu, la Commission doute que le FSIH ait agi comme un investisseur privé lorsqu'il a investi au sein de DSIH.
- (197) En quatrième lieu, étant donné le caractère partiel des informations communiquées jusqu'à présent par les autorités belges, la Commission doute que les prêts accordés par le FSIH à [société tête de groupe]* et SIF soient exempts d'aides.
- (198) Enfin, la Commission émet des doutes sur la compatibilité de l'augmentation de capital d'EUR 100 millions au sein de Duferco Long Products avec le principe de l'investisseur privé en économie de marché.
- (199) La Commission invite les autorités belges à fournir toutes les informations utiles pour pouvoir pleinement apprécier le caractère d'aide de ces mesures et, le cas échéant, leur compatibilité avec le marché intérieur.
- (200) En particulier, à l'égard de la mesure sous examen n° 1, la Commission souhaiterait recevoir l'ensemble des données et analyses relatives à Duferco US et Farrell qu'un opérateur privé aurait prises en compte en vue d'évaluer sa participation au 14 juin 2006. Ces données et analyses devraient permettre de calculer la valeur de Duferco US au 14 juin 2006 selon les méthodes généralement admises en analyse financière (par exemple, méthode dite du "multiple de l'EBITDA", méthode dite du "Discounted Cash Flow Analysis", etc.)

⁽¹⁾ Voir le point 8 des lignes directrices concernant les aides d'Etat à finalité régionale pour la période 2007-2013, JO C 54, 4 mars 2006, p. 13. Pour la période précédant 2007, voir le point 27 de l'Encadrement multisectoriel des aides à finalité régionale en faveur de grands projets d'investissement, JO C 78, 19 mars 2002, p. 8.

⁽²⁾ L'investissement initial y est défini comme l'investissement en immobilisations corporelles et incorporelles se rapportant à la création d'un nouvel établissement, à l'extension d'un établissement existant, à la diversification de la production d'un établissement vers de nouveaux produits, à un changement fondamental de l'ensemble du processus de production d'un établissement existant".

- (201) La Belgique est également invitée à transmettre à la Commission les statuts de la SOGEPA ainsi qu'une copie des extraits pertinents de tous les procès-verbaux des Conseils d'administration de la SOGEPA et du FSIH relatifs aux mesures sous examen et enfin les rapports annuels de la SOGEPA et du FSIH pour les années 2003 à 2011. La Commission souhaiterait aussi recevoir copie du procès-verbal du Conseil d'administration de la SOGEPA du 21 mars 2003 dont un extrait a été joint à l'acte de constitution du FSIH.
- (202) Enfin, la Commission souhaiterait consulter (i) le projet de *joint-venture* au sein de DSIH avec Duferco Diversification adopté par le Conseil d'administration de FSIH en 2006 (mesure sous examen n° 3) (ii) le plan d'affaires ainsi que tout document préparatoire ayant précédé l'investissement dans Duferco Long Products (mesure sous examen n° 6).

VI. DÉCISION

- (203) Compte tenu des considérations qui précèdent, la Commission invite la Belgique, dans le cadre de la procédure de l'article 108, paragraphe 2, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, à présenter ses observations et à fournir toute information utile pour l'évaluation des mesures dans un délai d'un mois à compter de la date de réception de la présente. Elle invite vos autorités à transmettre immédiatement une copie de cette lettre au bénéficiaire potentiel de l'aide.
- (204) La Commission rappelle à la Belgique l'effet suspensif de l'article 108, paragraphe 3, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et se réfère à l'article 14 du règlement (CE) n° 659/1999 du Conseil qui prévoit que toute aide illégale pourra faire l'objet d'une récupération auprès de son bénéficiaire.
- (205) Par la présente, la Commission avise la Belgique qu'elle informera les intéressés par la publication de la présente lettre et d'un résumé de celle-ci au Journal officiel de l'Union européenne. Elle informera également les intéressés dans les pays de l'AELE signataires de l'accord EEE par la publication d'une communication dans le supplément EEE du Journal officiel, ainsi que l'autorité de surveillance de l'AELE en leur envoyant une copie de la présente. Tous les intéressés susmentionnés seront invités à présenter leurs observations dans un délai d'un mois à compter de la date de cette publication.»
-

„Met dit schrijven stelt de Commissie België ervan in kennis dat zij, na onderzoek van de door uw autoriteiten verstrekte inlichtingen over bovengenoemde steunmaatregel, heeft besloten de procedure van artikel 108, lid 2, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie in te leiden.

I. PROCEDURE

- (1) Op 21 november 2011 heeft de krant *Le Soir* een reeks artikelen gepubliceerd over financiële steun die het Waals Gewest sinds 2003 verleende aan de ijzer- en staalgroep Duferco, zonder de Commissie hiervan in kennis te hebben gesteld. Volgens de Belgische krant zou het Waals Gewest in maart 2003 een nieuwe financiële holding hebben opgericht, *Foreign Strategic Investment Holding* (hierna „FSIH” genoemd), een dochteronderneming van de *Société wallonne de gestion et de participations* (hierna „SOGEPA” genoemd), om te investeren in ondernemingen van de Duferco-groep waarvan het hoofdkantoor zich buiten België of zelfs buiten de Europese Unie bevindt.
- (2) Naar aanleiding van deze informatie heeft de Commissie de Belgische autoriteiten bij schrijven van 29 november 2011 verzocht haar aanvullende gegevens te verstrekken over de aard van de financiële steun die de Waalse regering tussen 2003 en 2011 zou hebben verleend aan de Duferco-groep.
- (3) Bij schrijven van 14 december 2011 hebben de Belgische autoriteiten verzocht om een extra antwoordtermijn, die hun is toegekend op 16 december 2011. Op 4 januari 2012 hebben de Belgische autoriteiten gereageerd op het verzoek om inlichtingen van de Commissie.
- (4) Bij schrijven van 29 juni 2012 heeft de Commissie verzocht om verdere aanvullende gegevens. De Belgische autoriteiten hebben weer verzocht om een extra antwoordtermijn, die hun is toegekend op 18 juli 2012. Zij hebben geantwoord op 28 september 2012.
- (5) Op 6 mei 2013 heeft in de gebouwen van de Commissie een bijeenkomst plaatsgevonden tussen de Commissie enerzijds en de Belgische autoriteiten en de vertegenwoordigers van SOGEPA en FSIH anderzijds.
- (6) Op 4 en 10 juni 2013 en op 15 en 30 juli 2013 hebben de Belgische autoriteiten de Commissie aanvullende gegevens doen toekomen.
- (7) Op 30 september 2013 is in de kantoren van de Commissie een extra bijeenkomst gehouden tussen de Commissie en de vertegenwoordigers van SOGEPA en FSIH.

II. BESCHRIJVING VAN DE CONTEXT

2.1. De begunstigde

- (8) De Duferco-groep produceert en verkoopt staal. Hij heeft vestigingen in een vijftigtal landen over de hele wereld. In Europa is de groep geconcentreerd in België (ongeveer 3 000 werknemers in 2009 en een tiental vestigingen in Wallonië) en Italië (ongeveer 1 300 werknemers in 2009). De groep is ook actief in Zwitserland, Luxemburg, Frankrijk en Macedonië (FYROM).
- (9) Sinds 2003 is het eigen vermogen van *Duferco Participations Holding* (hierna „DPH” genoemd), dankzij de opgebouwde winst, toegenomen van [...]*(¹) miljoen EUR in 2003 tot [...]* miljoen EUR in 2010.
- (10) DPH is de onderneming waar de consolidatie van de groep plaatsvindt. Zij was oorspronkelijk gevestigd op [...]*, maar is in 2010 overgebracht naar [...]*. DPH is zelf in handen van andere ondernemingen: in 2003 was haar meerderheidsaandeelhouder [...]*, gevestigd op [...]* (hierna „[...]” genoemd); in 2008 was DPH volledig in handen van [...]*, dat is opgeslorpt door [...]* [...]* en ten slotte is overgebracht naar [...]* onder de naam [...]*.

2.2. SOGEPA en FSIH

- (11) SOGEPA (*Société Wallonne de Gestion et de Participations*) is een naamloze vennootschap met overheidskapitaal die voor 100 % in handen is van het Waals Gewest. Zij legt de door de Waalse regering genomen besluiten betreffende maatregelen ten behoeve van commerciële ondernemingen en het beheer daarvan ten uitvoer. Bovendien is zij het instrument bij uitstek in het beleid van het Waals Gewest in de ijzer- en staalsector. Zij is in 1999 ontstaan uit de fusie van de *Société wallonne pour la Sidérurgie* (SWS) en de *Société pour la gestion de participations de la Région wallonne dans des sociétés commerciales* (SOWAGEP).
- (12) Volgens haar website vervult SOGEPA voor de maatregelen in opdracht van de Waalse regering twee bijzondere soorten taken: i) analyse van en advies voorafgaand aan een eventueel besluit van de Waalse regering; ii) tenuitvoerlegging en follow-up van door de Waalse regering genomen besluiten. In het kader van de tenuitvoerlegging van de besluiten van de Waalse regering moeten de diensten van SOGEPA aandeelhoudersovereenkomsten en/of leningsovereenkomsten sluiten en opstellen, met inachtneming van de eventueel in het besluit van de Waalse regering gepreciseerde voorwaarden.

(¹) Vertrouwelijke informatie

- (13) De monitoring van de maatregelen impliceert in beginsel dat SOGEPA en haar medewerkers aanwezig zijn in de raden van bestuur van de betrokken ondernemingen, soms als bestuurder, soms als waarnemer. Het impliceert eveneens dat SOGEPA deelneemt aan de algemene vergaderingen en meer in het algemeen regelmatig waakt over de belangen van het Waals Gewest.
- (14) De Waalse regering benoemt de bestuurders van SOGEPA en vaardigt twee regeringscommissarissen af.
- (15) Op 27 maart 2003 heeft SOGEPA FSIH opgericht met een kapitaal van 180 miljoen EUR. Volgens de oprichtingsakte heeft FSIH tot doel te investeren, in welke vorm ook, in buitenlandse bedrijven in de sector ijzer en staal en/of financiële transacties aan te gaan met deze bedrijven. FSIH zal met het oog hierop met name alle vormen van samenwerking tussen deze bedrijven en de Waalse bedrijven kunnen bevorderen.
- (16) De leden van de raad van bestuur van FSIH worden benoemd door de algemene vergadering, dus door SOGEPA. Op 27 maart 2003, meteen na de oprichting van FSIH, heeft een algemene vergadering plaatsgevonden die heeft geleid tot de benoeming van de bestuurders en de voorzitter van de raad van bestuur. Als voorzitter werd dezelfde voorzitter als die van SOGEPA benoemd; beide functies zijn tot en met 31 maart 2013 gecumuleerd.

2.3. De negatieve beschikking van 15 oktober 2003

- (17) Op 3 april 2002 heeft de Commissie een formele onderzoeksprocedure ingeleid ten aanzien van een participatie van het Waals Gewest ten bedrage van 9 miljoen EUR in het kapitaal van Carsid SA, een onderneming die verbonden is met de Duferco-groep⁽¹⁾. Deze procedure is op 15 oktober 2003 afgesloten⁽²⁾ met een negatieve beschikking op grond van de overweging dat een investering in een nieuwe onderneming waarbij alleen de publieke aandeelhouder een nieuw risico aangaat, niet als een investering op gelijke voet (*pari passu*) kan worden beschouwd omdat de particuliere aandeelhouder alleen maar een activiteit of een bestaand project heeft ingebracht in de nieuwe onderneming.

III. BESCHRIJVING VAN DE MAATREGELEN

- (18) De antwoorden van de Belgische autoriteiten op de vragen van de Commissie hebben bevestigd dat FSIH sinds 2003 zes maatregelen ten uitvoer heeft gelegd, voor een totaalbedrag van 517 miljoen EUR. Deze maatregelen worden hieronder nader beschreven.

3.1. Maatregel nr. 1: Participatie in Duferco US (9 april 2003 — 12 december 2006)

- (19) Duferco Farrell Corp. (hierna „Farrell” genoemd) is een in Pennsylvania (USA) gevestigde ijzer- en staalonderneming die door de Waalse autoriteiten destijds als een aantrekkelijke onderneming werd omschreven.
- (20) Farrell was volledig in handen van een Amerikaanse holding: Duferco US Investment Corp. (hierna „Duferco US” genoemd). In de periode vóór de onderzochte maatregel was Duferco US voor 99,8 % in handen van Duferco Industrial Investment.
- (21) Op 9 april 2003 heeft FSIH de helft van de aandelen (min één) van Duferco US gekocht voor 90 miljoen EUR. Duferco Industrial Investment bleef eigenaar van de andere helft van de aandelen (min één). De twee overige aandelen werden ondergebracht in een *special purpose vehicle* dat voor de hele duur van het partnerschap tussen FSIH en Duferco Industrial Investment als sekwester werd aangesteld. Op diezelfde dag heeft FSIH een aankoopoptie voor 5 miljoen EUR verworven waarmee zij de twee aandelen van het *special purpose vehicle* kon verwerven en zodoende zeggenschap kon krijgen over Duferco US; deze optie is echter nooit uitgeoefend.
- (22) Alvorens — via FSIH — de helft van de aandelen (min één) van Duferco US te verwerven, had SOGEPA een waardering van Farrell laten uitvoeren⁽¹⁾. Volgens het Britse consultancybedrijf Hatch Beddows bedroeg de gemiddelde waarde van Farrell volgens een voorzichtige raming 330 miljoen USD. Daarnaast is een aanvullende studie verricht door World Steel Dynamics, een Amerikaanse consultant, die Farrell op 410 miljoen USD waardeerde. Volgens de Belgische autoriteiten geven beide analisten voor Farrell in een voorzichtige raming dus een gemiddelde waarde van 375 miljoen USD op. Omgerekend zou deze gemiddelde waarde volgens het maandgemiddelde voor de wisselkoers USD/EUR van april 2003 dus ongeveer 345,5 miljoen EUR bedragen⁽³⁾.
- (23) FSIH heeft in 2005 een dividend van 2,5 miljoen USD ontvangen voor het boekjaar dat op 30 september 2004 is afgesloten. De Belgische autoriteiten preciseren niet wanneer dit dividend is ontvangen, maar volgens het jaargemiddelde van de wisselkoers USD/EUR van 2005 kwam dit dividend overeen met ongeveer 2,01 miljoen EUR.

⁽¹⁾ PB C 95 van 19.4.2002, blz. 2.

⁽²⁾ PB L 47 van 18.2.2005, blz. 28.

⁽¹⁾ Per 9 april 2003 had Duferco US alleen Farrell als dochteronderneming.

⁽³⁾ Volgens de door de Europese Centrale Bank gehanteerde wisselkoersen.

- (24) Volgens de Belgische autoriteiten zou de winstgevendheid van Farrell afhangen van het verschil tussen de prijs van de bevoorrading met plakken op de internationale markt en de prijs van de door Farrell op de Amerikaanse markt verkochte afgewerkte producten. Op 29 september 2003 is echter een overeenkomst gesloten tussen de Duferco-groep en de [...]*. Volgens het contract leverde de [...]* groep plakken aan de Duferco-groep tegen een prijs die werd berekend (i) op basis van de verkoopprijs van de afgewerkte producten van Farrell (ii) minus de kosten van de verwerking door Farrell (iii) vermeerderd met een marge. Volgens België was het handelsrisico van Farrell dankzij dit contract weliswaar geringer geworden, maar werden de mogelijkheden van Farrell om winst te maken erdoor beperkt. Bovendien zou Farrell vanaf 2005 met diverse moeilijkheden te kampen hebben gehad als gevolg van dalende verkoopcijfers en prijzen.
- (25) België merkt op dat er tussen de marktdeelnemers op de wereldmarkt voor staal vanaf midden 2006 een consensus bestond dat de positieve cyclus van deze periode zijn maximale kracht had bereikt en dat een negatieve cyclus nabij was.
- (26) Tegen deze achtergrond zou FSIH haar participatie in Duferco US hebben heroverwogen. Zo zijn Duferco Industrial Investment en FSIH op 14 juni 2006 overeengekomen dat Duferco Industrial Investment een koopoptie op alle door FSH gehouden aandelen zou krijgen voor een bedrag van 95 miljoen EUR. Deze optie lijkt zonder vergoeding te zijn toegekend.
- (27) Op 12 december 2006 heeft [...]*, een onderneming van de Duferco-groep die in de plaats was getreden van Duferco Industrial Investment wat betreft alle rechten en plichten met betrekking tot de onderhavige maatregel, de optie uitgeoefend. Zo kreeg Duferco US op 12 december 2006 de Duferco-groep opnieuw volledig in handen voor een bedrag van 95 miljoen EUR.
- (28) Volgens België heeft FSIH ten aanzien van haar participatie in Duferco US gehandeld als een particulier investeerder en zou derhalve geen enkel voordeel zijn toegekend aan Duferco Industrial Investment en dus aan de Duferco-groep. België verklaart eveneens dat FSIH meer dan haar oorspronkelijke inbreng kon recupereren, aangezien het jaarlijkse rendement voor FSIH van deze investering in dollar 6,81 % bedraagt.
- (29) België erkent dat het niveau van het eigen vermogen van Duferco US en Farrell eind september 2006 was gestegen ten opzichte van 2003. Een verwijzing naar het eigen vermogen of wat ook de nettoboekwaarde van deze ondernemingen wordt genoemd, zou echter niet relevant zijn voor het bepalen van de waarde van deze ondernemingen. Deze methode houdt namelijk geen rekening met het vermogen van een onderneming om toekomstige inkomsten te genereren en evenmin met de omgeving waarin zij zich ontwikkelt en de marktconjunctuur.
- (30) Tot slot voert België aan dat de resultaten van Duferco US sinds 2008 slecht waren. België is dan ook van oordeel dat FSIH blijk heeft gegeven van voorzichtig gedrag door zich terug te trekken uit Duferco US voordat de situatie van deze onderneming verslechterde.

3.2. Maatregel nr. 2: Participatie in DPH (9 april 2003 — 14 juni 2006)

- (31) Op 9 april 2003 heeft FSIH van [bedrijf dat op dat moment in bezit was van PDH]* [...] een participatie in DPH van ongeveer 25 % gekocht, evenals een preferent aandeel („preferred share”). Voordien had FSIH de consultant Ernst&Young om een waardering van DPH verzocht. Volgens deze waardering (hierna „het Ernst&Young-rapport van 2003” genoemd) lag de gemiddelde waarde van het 25 %-belang van DPH tussen 82 en 102 miljoen USD, d.w.z. gemiddeld 92 miljoen USD. De prijs van de transactie tussen FSIH en [bedrijf dat op dat moment in bezit was van PDH]* zal uiteindelijk 80 miljoen EUR bedragen (of ongeveer 87 miljoen USD volgens het maandgemiddelde van de wisselkoers EUR/USD van april 2003).
- (32) De partijen kwamen overeen dat FSIH vanwege haar preferente aandeel een voorkeursrecht op de dividenden van DPH zou krijgen, en wel als volgt: i) de toekenning van een bedrag van 2 miljoen EUR voor de boekjaren 2003 en 2004; ii) de toekenning van een bedrag van 4 miljoen EUR voor de daaropvolgende boekjaren.
- (33) Zo heeft FSIH in januari 2005 een dividend van 4 miljoen EUR ontvangen voor de boekjaren 2003 en 2004. Voor het boekjaar 2005 lijkt geen dividend te zijn uitgekeerd. Het boekjaar 2006 was niet afgesloten voordat FSIH haar participatie had doorverkocht.
- (34) In 2006 wou FSIH zich uit DPH terugtrekken, volgens de Belgische autoriteiten vanwege de vooruitzichten voor de mondiale ijzer- en staalindustrie op middellange en lange termijn. Met het oog op haar uittreding heeft FSIH Ernst&Young opnieuw opgedragen haar participatie van 25 % in DPH te waarderen (hierna „het Ernst&Young-rapport van 2006” genoemd). In dit Ernst&Young-rapport van 2006 wordt de participatie van 25 % op een bedrag tussen [...] en [...] miljoen USD gewaardeerd, of ongeveer [...] à [...] miljoen EUR volgens het jaargemiddelde van de wisselkoers USD/EUR van 2006.

- (35) In het Ernst&Young-rapport van 2006 wordt gebruikgemaakt van de zogenoemde methode van de price/earnings-ratio (koers/winstverhouding). Deze methode wordt door Ernst&Young als volgt toegepast:
1. Voor het referentiejaar (in dit geval 2006) en voor de 2 of 3 daaraan voorafgaande jaren wordt de bijgestelde nettowinst (adjusted earning) van de gewaardeerde onderneming vastgesteld.
 2. Voor het referentiejaar (in dit geval 2006) en voor de 2 of 3 daaraan voorafgaande jaren wordt een price/earnings-ratio vastgesteld. Bij de berekening van deze ratio's wordt uitgegaan van een mediaan van uit transacties op deze markt in een bepaald jaar verkregen ratio's van vergelijkbare ondernemingen. Door de bijgestelde nettowinst voor het jaar X te vermenigvuldigen met de voor datzelfde jaar X vastgestelde ratio wordt een raming van de waarde van de onderneming verkregen waarbij geen rekening is gehouden met het cyclische karakter van de markt (d.w.z. opeenvolging van uitzonderlijk goede en uitzonderlijk slechte jaren, afhankelijk van de conjunctuur).
 3. De gegevens van de verschillende in aanmerking genomen jaren worden gewogen om rekening te houden met het cyclische karakter van de markt.
 4. Afhankelijk van de gekozen weging worden uiteindelijk één enkele bijgestelde nettowinst en één enkele ratio verkregen. Door de eerste waarde te vermenigvuldigen met de tweede, wordt een raming van de waarde van de onderneming verkregen waarbij rekening is gehouden met het cyclische karakter van de markt.
 5. De aldus verkregen waarde wordt bijgesteld om rekening te houden met andere factoren die van invloed kunnen zijn op de waarde van de onderneming: geen meerderheidsparticipatie, min of meer liquide aandelen, preferente dividenden, ...
- (36) De partijen zullen de waardering van het Ernst&Young-rapport van 2006 evenwel niet als zodanig overnemen. Zij zullen hierop een aantal reductiefactoren toepassen en een aantal contextuele factoren in aanmerking nemen. Bij de verkoop op 14 juni 2006 is uiteindelijk een prijs van [...] miljoen EUR gehanteerd, of ongeveer [...] miljoen USD volgens het maandgemiddelde van de wisselkoers EUR/USD van juni 2006.
- (37) De toegepaste reductiefactoren worden door de Belgische autoriteiten als volgt uitgelegd en becijferd.

Reductiefactor nr. 1

- (38) DPH is de moedermaatschappij van twee grote divisies: de divisie Trading en de divisie Industry. Op 29 september 2003, dus enkele maanden nadat FSIH een participatie in het kapitaal van DPH had verworven, heeft laatstgenoemde 50 % van de aandelen van haar divisie Trading (Duferco International Trading Holding — Guernsey) verkocht aan de [...]. Deze verkoop heeft plaatsgevonden op basis van de boekwaarde van de divisie Trading, in die zin dat bij de berekening van de verkoopprijs de helft van het eigen vermogen van Duferco International Trading Holding in aanmerking is genomen, namelijk 40,835 miljoen USD of 36,01 miljoen EUR volgens het jaargemiddelde van de wisselkoers USD/EUR in 2003.
- (39) Volgens de Belgische autoriteiten is deze prijs een marktprijs. Deze prijs moet dus in aanmerking worden genomen bij de waardering, ongeveer drie jaar later, van de hele groep. Volgens de Belgische autoriteiten had het Ernst&Young-rapport van 2006 moeten uitgaan van de boekwaarde van de divisie Trading en niet van zijn waarderingmethode — de zogenoemde methode van de price/earnings-ratio — voor de hele groep, zoals wel is gebeurd. De Belgische autoriteiten hebben er evenwel geen bezwaar tegen dat de zogenoemde methode van de price/earnings-ratio wel nog wordt toegepast voor de waardering van de divisie Industry.
- (40) Na toepassing van deze reductiefactor wordt de waardering van het Ernst&Young-rapport van 2006 met 20 tot 31 miljoen USD verlaagd.

Reductiefactor nr. 2

- (41) Volgens de Belgische autoriteiten vonden de partijen dat in het Ernst&Young-rapport van 2006 onvoldoende rekening was gehouden met het cyclische karakter van de staalmarkt. Het Ernst&Young-rapport van 2006 baseerde zich op het lopende jaar (2006) en de 3 daaraan voorafgaande jaren, waarin volgens de Belgische autoriteiten twee uitzonderlijke jaren waren begrepen. De partijen hebben dan ook de gegevens over de jaren 2001 en 2002 toegevoegd en hebben de jaren anders gewogen.
- (42) Door deze aanpassingen wordt de waardering van het Ernst&Young-rapport van 2006 met 24 tot 53 miljoen USD verlaagd.

Reductiefactor nr. 3

- (43) De derde reductiefactor heeft betrekking op de illiquiditeit van de participatie van FSIH. De effecten van DPH zijn namelijk niet op de beurs genoteerd. Bovendien hebben FSIH en [bedrijf dat op dat moment in bezit was van PDH]* in hun overeenkomsten bepaald dat FSIH over een „tag-along right” beschikt. Mocht [bedrijf dat op dat moment in bezit was van PDH]* haar aandelen in DPH aan een derde willen verkopen, dan zou FSIH het recht hebben een equivalent aantal aandelen aan diezelfde derde tegen dezelfde voorwaarden te verkopen, of, indien de derde hier niet mee akkoord gaat, [bedrijf dat op dat moment in bezit was van PDH]* te verplichten zelf een equivalent aantal aandelen tegen dezelfde voorwaarden te verwerven alvorens zelf aandelen te verkopen.
- (44) Bovendien hebben alle partijen, in het geval van een voornemen om aan derden te verkopen, een voorkeurrecht (first refusal right) gekregen op grond waarvan zij deze aandelen tegen de geplande voorwaarden als eerste kunnen aankopen, dus vóór de betrokken derde. Ten slotte moet deze derde, in het geval van een geplande verkoop aan een derde, ermee instemmen te zijn gebonden door dezelfde aandeelhoudersovereenkomst als die welke van kracht is tussen de partijen.
- (45) In het Ernst&Young-rapport van 2006 worden deze diverse elementen in aanmerking genomen en wordt op de waardering van DPH een reductiefactor van 30 % toegepast. Volgens de Belgische autoriteiten vonden de partijen dit niet toereikend en hebben zij de reductiefactor op 40 % gebracht omdat er volgens hen voor deze participatie geen belangstelling bestond bij andere marktdeelnemers.
- (46) Door deze verdere reductiefactor wordt de waardering van het Ernst&Young-rapport van 2006 met 11 tot 17 miljoen USD verlaagd.

Reductiefactor nr. 4

- (47) Zoals eerder aangegeven heeft FSIH vanaf het boekjaar 2005 recht op een preferent dividend van 4 miljoen EUR. In 2006 heeft DPH een reserve van 28 miljoen USD voor deze dividenden. In het Ernst&Young-rapport van 2006 wordt dit bedrag niet als zodanig toegevoegd aan de waardering, maar wordt daarop een reductiefactor van 6,2 % toegepast omdat deze reserve volgens Ernst&Young vergelijkbaar is met een obligatie met een rating BBB. Uiteindelijk wordt in het Ernst&Young-rapport van 2006 de voor de 25 % van de aandelen-DPH verkregen waarde met 22,2 miljoen USD verhoogd.
- (48) Volgens de partijen is deze reductiefactor van 6,2 % niet toereikend en moet hij worden verhoogd tot 14 % om meer rekening te houden met de aan het cyclische karakter van de ijzer- en staalsector verbonden risico's. De waarde van de reserve moet bijgevolg worden vastgesteld op 17 miljoen USD. Met deze extra reductiefactor wordt de waardering van het Ernst&Young-rapport van 2006 met 4 miljoen USD verlaagd.

Reductiefactor nr. 5

- (49) Met deze reductiefactor wordt er in feite voor gekozen de in het Ernst&Young-rapport van 2006 voorgestelde opslagfactor niet toe te passen. In dat rapport merkt de consultant namelijk op dat FSIH krachtens de aandeelhoudersovereenkomst over bijzondere rechten beschikt waardoor zij bepaalde strategische beslissingen van de groep kan beïnvloeden en het beheer van de groep van nabij kan volgen. Ernst&Young is dan ook van oordeel dat een controlepremie kan worden toegevoegd ten belope van 0 tot 10 % van de waarde van de participatie.
- (50) Volgens de Belgische autoriteiten hebben de partijen ervoor gekozen dit soort controlepremie niet toe te passen, omdat de bijzondere rechten in kwestie in feite geen enkele marktwaarde zouden hebben in het kader van een overdracht aan een derde of aan [bedrijf dat op dat moment in bezit was van PDH]*. Volgens België kon [bedrijf dat op dat moment in bezit was van PDH]* zich in de hypothese van een overdracht aan een derde aandeelhouder namelijk verzetten tegen de overdracht van de in de aandeelhoudersovereenkomst van DPH neergelegde rechten. [bedrijf dat op dat moment in bezit was van PDH]* was dus niet verplicht een bepaald bedrag te betalen om al haar rechten terug te krijgen.

Andere contextuele factoren

- (51) De Belgische autoriteiten voeren twee andere elementen aan die geen aanleiding gaven tot de toepassing van een reductiefactor, maar die zij toch willen vermelden opdat de Commissie zicht heeft op de verschillende onderhandelingspunten die tussen de partijen zijn besproken bij de vaststelling van de definitieve prijs.
- (52) De eerste contextuele factor heeft betrekking op een overeenkomst tussen DPH en Farrell die voorziet in de overdracht van bepaalde winsten naar Farrell. Ingevolge deze overeenkomst wordt in het Ernst&Young-rapport van 2006 een reductiefactor van 5,5 miljoen USD op de gerapporteerde winst (reported earning) van elk in aanmerking genomen jaar toegepast. De partijen hebben deze reductiefactor niet verhoogd.

- (53) De tweede contextuele factor heeft betrekking op een leveringsovereenkomst met de onderneming [...] van de [...] *groep. Deze overeenkomst voorzorg in de aankoop van een aanzienlijke hoeveelheid halffabrikaten (slabs) tegen een prijs die overeenkomt met de productieprijzen. Voor DPH hield deze overeenkomst, afhankelijk van de wereldmarktprijzen voor staal, zowel een verliesrisico als een winstkans in. De overeenkomst voorzorg in een verplichte kapitaalbreng, alsook in hoge boetes in geval van terugtrekking, en hield dus een risico van een mogelijke financiële belasting voor DPH in. Het Ernst&Young-rapport van 2006 heeft dit risico niet becijferd, en volgens de door België aan de Commissie verstrekte gegevens hebben de partijen dit evenmin gedaan.

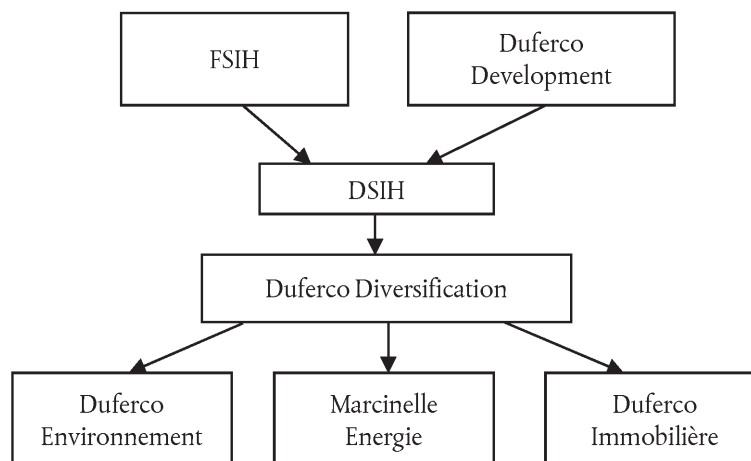
Totaalbedrag van de reductiefactoren

- (54) Met reductiefactor nr. 5 wordt er in feite voor gekozen geen opslagfactor toe te passen op de door Ernst&Young in 2006 uitgevoerde waardering. De andere contextuele factoren bij de onderhandeling hebben evenmin gekwantificeerde gevolgen gehad voor deze waardering. Bijgevolg moet worden geconcludeerd dat het algemene resultaat van de reductiefactoren nrs. 1 tot en met 4 een bedrag is dat 46 tot 79 miljoen USD onder de waardering van Ernst&Young van 2006 ligt. Op basis daarvan waren de partijen derhalve van oordeel dat 25 % van de aandelen-DPH een waarde had tussen [...] miljoen USD en [...] miljoen USD.
- (55) Bij de verkoop op 14 juni 2006 is uiteindelijk uitgegaan van een prijs van [...] miljoen EUR, of ongeveer [...] miljoen USD volgens het maandgemiddelde van de wisselkoers EUR/USD van juni 2006.
- (56) Volgens België heeft FSIH ten aanzien van haar participatie in DPH gehandeld als een particulier investeerder en zou derhalve geen enkel voordeel zijn toegekend aan [bedrijf dat op dat moment in bezit was van PDH]* en dus evenmin aan de Duferco-groep.
- (57) België voegt hieraan toe dat het besluit van FSIH om zich terug te trekken uit DPH ook werd gerechtvaardigd door het feit dat de overeenkomst met de [...]*, evenals de overeenkomst over een joint venture met de Russische staalgroep NMLK, haar participatie minder aantrekkelijk maakte. De Oekraïense groep heeft namelijk veel geïnvesteerd en talrijke deelnemingen in andere ondernemingen verworven. De door de Oekraïense groep aangegane risico's hadden kunnen wegen op de Duferco-groep. De joint venture met NMLK zou getuigen van de wil van Duferco om zich geleidelijk aan terug te trekken uit de industriële staalproductie en zich geleidelijk aan met nieuwe activiteiten te gaan bezighouden, zoals de sanering van terreinen en de ontwikkeling van energieprojecten. FSIH zou deze trend hebben gevolgd door zich terug te trekken uit DPH en vervolgens te investeren in de nieuwe diversificatieprojecten van de groep (zie onderzochte maatregel nr. 3).

3.3 Maatregel nr. 3: Participatie in DSIH (van 15 december 2006 tot op heden)

- (58) Op 15 december 2006 hebben FSIH en Duferco Développement het kapitaal van Duferco Salvage Investments Holding (hierna „DSIH” genoemd) verhoogd met [...] miljoen EUR elk. Met deze investering werd beoogd Duferco Diversification te verwerven voor [...] miljoen EUR.
- (59) Duferco Diversification heette op het ogenblik van de aankoop Carsid Développement en was in handen van Steel Investment and Finance (hierna „SIF” genoemd), de gezamenlijke dochteronderneming van Duferco en de Russische ijzer- en staalgroep NMLK. Duferco Diversification had 100 % van de volgende drie ondernemingen in handen: Duferco Environnement, Duferco Immobilière en Marcinelle Energie.
- (60) In het onderstaande schema worden de banden tussen de verschillende bij de onderhavige maatregel betrokken ondernemingen geïllustreerd:

Schema 1: bij maatregel nr. 3 betrokken ondernemingen



- (61) Volgens de Belgische autoriteiten kan de waardering van Duferco Diversification op [...] miljoen EUR worden gerechtvaardigd door de onderstaande elementen.

1. Handelsvorderingen

- (62) Duferco Diversification zou voor [30-37]* miljoen EUR handelsvorderingen hebben op een andere onderneming van de groep (Duferco La Louvière).

2. De van het zogenoemde [...]*-project verwachte meerwaarde

- (63) Volgens een op 4 februari 2009 tussen Duferco Development en Duferco Diversification gesloten overeenkomst moest een aantal aan Duferco Development toebehorende terreinen worden gesaneerd door Duferco Diversification. De kosten van deze sanering worden op [...]* miljoen EUR geraamd. Na de sanering zal de waarde van de terreinen naar schatting [...]* miljoen EUR bedragen. Het verschil tussen beide cijfers ([...]* miljoen EUR) zou volgens de Belgische autoriteiten een meerwaarde vormen die gelijk moet worden verdeeld tussen Duferco Development en Duferco Diversification. Voor de waarde van Duferco Diversification zou in het kader van het [...]*-project dan ook rekening moeten worden gehouden met een winst tussen [...]* en [...]* miljoen EUR.
- (64) Op grond van de overeenkomst van 4 februari 2009 moet Duferco Diversification echter een krediet verlenen aan Duferco Development voor de financiering van het project. Na de uitvoering ervan zal het bedrag van dit krediet aan Duferco Diversification worden terugbetaald, vermeerderd met rente, waarvan het percentage nog moet worden vastgesteld.
- (65) Uit de door België aan de Commissie verstrekte gegevens blijkt echter dat dit krediet nooit is verleend. De voltooiing van het project zou veel tijd hebben gekost, en uiteindelijk zijn Duferco Diversification en Duferco Development gefuseerd ⁽¹⁾.
- (66) Op 8 juli 2011 heeft DSIH haar participatie in Duferco Diversification (waarin het [...]*-project dus is ondergebracht) voor [...]* miljoen EUR verkocht aan Duferco Long Products. Duferco Long Products heeft dit bedrag echter niet betaald, waardoor Duferco Diversification op haar balans een vordering van [...]* miljoen EUR op eerstgenoemde heeft. Volgens België belet deze overdracht FSIH niet een rendement op haar investering te verwachten voor het [...]*-project, aangezien FSIH voor 49,7 % aandeelhouder in Duferco Long Products is (zie onderzochte maatregel nr. 6).
- (67) Op 9 september 2011 is Duferco Diversification, thans dochteronderneming van Duferco Long Products, opgeslorpt door Duferco La Louvière Long Products, later omgedoopt tot Duferco Belgium. Ten slotte is het [...]*-project door Duferco Belgium op 19 december 2012 voor een bedrag van [...]* miljoen EUR verkocht aan haar zusteronderneming Duferco Wallonie. Dit bedrag zou overeenkomen met de verwachte meerwaarde van het project, dat in 2012 opnieuw is beoordeeld volgens nieuwe expertises.
- (68) De Belgische autoriteiten geven verder niet aan of het [...]*-project al dan niet reeds is uitgevoerd en of het, commercieel gesproken, een succes of een mislukking is geworden.

3. Inbreng van onroerende goederen in een dochteronderneming van Duferco Diversification

- (69) Een aantal onroerende goederen is overgedragen aan Duferco Immobilière. De waarde van die goederen is, zoals bevestigd door een consultant, op een bedrag tussen [14-21]* en [15-22]* miljoen EUR bepaald.

4. Waarde van het project „Marcinelle Energie”

- (70) Marcinelle Energie, een dochteronderneming van Duferco Diversification, was in 2006 voornemens een STEG-centrale (gas-stoomturbine) in Charleroi te bouwen. De opbrengst die, bij een succesvolle afronding, van het project werd verwacht, bedroeg [70-78]* miljoen EUR.
- (71) Volgens de Belgische autoriteiten was het de bedoeling de dochteronderneming Marcinelle Energie aan een derde te verkopen voor een bedrag van [70-78]* miljoen EUR. FSIH en de Duferco-groep hoopten [75-83]*% van de onderneming te verkopen voor [49-55]* miljoen EUR en de overige [18-25]* % voor een bedrag van [19-26]* miljoen EUR.

⁽¹⁾ Meer bepaald hebben Duferco Logistic en Duferco Industrial Investment, die eigenaar waren van de aandelen van Duferco Development, deze aandelen overgedragen aan Duferco Diversification. De moedermaatschappij Duferco Development is dus de dochteronderneming van Duferco Diversification geworden. Vervolgens heeft Duferco Diversification haar nieuwe dochteronderneming opgeslorpt (Duferco Development).

- (72) De Belgische autoriteiten zijn als volgt te werk gegaan om tot dit bedrag te komen. Er zouden eerste contacten met derden zijn gelegd voor de verkoop van [75-83]*% van de onderneming, waardoor deze tranche van [75-83]* % op [49-55]* miljoen EUR kon worden bepaald. Voor de volgende [18-25]* % zou FSIH rekening hebben gehouden met een waardering van het expertisebureau Bain, volgens dewelke het project een gemiddelde netto contante waarde van [47-55]* miljoen EUR zou hebben, waaraan een gemiddelde waarde van [46-54]* miljoen EUR zou moeten worden toegevoegd voor de aan het project toegekende CO₂-emissierechten. Neemt men [18-25]* % van deze waarde ([47-55]* + [46-54]* miljoen), dan verkrijgt men inderdaad een bedrag van iets meer dan [19-26]* miljoen EUR.
- (73) Om de waarde van de CO₂-emissierechten in aanmerking te kunnen nemen, moest de centrale volgens het verslag van Bain zeer spoedig, en in ieder geval in de loop van 2009, operationeel worden. Mocht het project vertraging oplopen, dan zou het niet meer in aanmerking komen voor de beschikbare CO₂-emissierechten.
- (74) In juni 2008 kan Duferco Diversification [75-83]* % van het project „Marcinelle Energie” verkopen aan ENEL tegen de prijs van [30-37]* miljoen EUR. Deze verkoop gaat evenwel gepaard met een verkoopoptie volgens dewelke Duferco Diversification haar resterende aandelen ([...]*%) een jaar na de inbedrijfstelling van de centrale zou kunnen doorverkopen aan ENEL tegen de prijs van [...]* miljoen EUR, [...]*
- (75) Volgens de Belgische autoriteiten heeft de conjunctuur op de elektriciteitsmarkt vanaf 2010 echter een bruuske wending genomen en zou de rentabiliteit van de CCGT-centrales (gas-stoomturbines) drastisch zijn verminderd. Dit zou toe te schrijven zijn aan een toename van de productie van wind- en zonne-energie in België en aan de lage prijzen voor koolstofdioxide en steenkool (waardoor de steenkoolcentrales weer concurrerender worden). De centrale van Marcinelle is echter op 31 maart 2012 in gebruik genomen.
- (76) Begin 2013 heeft Duferco Diversification (later Duferco Belgium) haar uitstaprecht uitgeoefend voor een bedrag van [...]* miljoen EUR, [...]* voor een bedrag van [...]* miljoen EUR, vermeerderd met [...]* miljoen EUR als [...]* en [...]* miljoen EUR aan [...]* (zonder verdere preciseringen).
- (77) Uiteindelijk zal het project „Marcinelle Energie” dus zijn overgedragen voor een totaalbedrag van [...]* miljoen EUR. Zoals België preciseert, moet dit bedrag evenwel worden verminderd met de investeringen ([...]* miljoen EUR) en de verliezen (ongeveer [...]* miljoen EUR) in de periode 2006-2013, wat voor dit project een rentabiliteit van ongeveer [40-46]* miljoen EUR geeft.
- (78) Voor dit project werd aanvankelijk echter een rentabiliteit van [70-78]* miljoen EUR verwacht. Dit negatieve verschil zou zijn toe te schrijven aan de ommekeer op de elektriciteitsmarkt. De Belgische autoriteiten wijzen erop dat de ENEL-groep eveneens geld is kwijtgeraakt in dit project, en verwijzen naar de jaarverslagen over 2011 en 2012 van deze groep, waaruit een waardevermindering van de activa van Marcinelle Energie blijkt.

5. Totaal van de vier elementen

- (79) Op basis van de vier bovengenoemde elementen zouden FSIH en de Duferco-groep in 2006 dus hebben geconcludeerd dat de waarde van Duferco Diversification tussen [...]* en [...]* miljoen EUR lag. Uiteindelijk is de waarde op [...]* miljoen EUR vastgesteld, waarvan de helft door FSIH werd ingebracht.
- (80) België voert aan dat deze investering in DSIH als een investering op gelijke voet (pari passu) met Duferco Development moet worden beschouwd. Aangezien FSIH en Duferco Development hetzelfde bedrag hebben ingebracht, zouden zij dezelfde belangen hebben en dezelfde risico's lopen. In die zin zou de maatregel van FSIH in overeenstemming zijn met het beginsel van de particuliere investeerder.
- (81) Er zij aan herinnerd dat DSIH op 8 juli 2011 haar participatie in Duferco Diversification voor datzelfde bedrag ([...]* miljoen EUR) heeft verkocht aan Duferco Long Products. Dit bedrag is echter niet betaald door Duferco Long Products, waardoor Duferco Diversification op haar balans een vordering van [...]* miljoen EUR op eerstgenoemde heeft.

3.4. Maatregel nr. 4: Lening aan [hoofd vov de groep]* in september en december 2009

- (82) FSIH heeft een lening van 100 miljoen EUR aan [hoofd vov de groep]* toegekend. Deze onderneming was op dat ogenblik geregistreerd in [...]*. Inmiddels is zij omgedoopt tot [hoofd vov de groep]*, een onderneming naar [...]* recht. Deze onderneming staat aan het hoofd van de Duferco-groep (zie punt 10).
- (83) De lening is beschikbaar gesteld in twee tranches: [30-40]* miljoen EUR in september 2009 en [60-70]* miljoen EUR in december 2009. De rente op de lening is vastgesteld als de op het moment van de sluiting van de overeenkomst geldende twaalfmaands Euribor (1,302 %), met een opslag van 75 basispunten, d.w.z. 2,052 %. Volgens de op 4 juni 2013 door de Belgische autoriteiten verstrekte gegevens bedroeg de daadwerkelijk gehanteerde rente 2,04 % bij de uitkering van de eerste tranche (september 2009) en 1,99 % bij de uitkering van de tweede tranche.

- (84) Er is een garantie verleend in de vorm van een onderpand op 15 % van de aandelen-DPH. Volgens het jaarverslag 2009 van Duferco kwam de waarde van deze garantie overeen met[...] * USD. Volgens de Belgische autoriteiten kwam de waarde van deze garantie overeen met dit bedrag wanneer men zich uitsluitend op de netto-activa op het ogenblik van de toekenning van de lening baseert.
- (85) De lening had een looptijd van zes jaar. Overeenkomstig artikel 1.1 van de leningsovereenkomst moest de lening in geval van een wijziging in de zeggenschap evenwel vervroegd en uiterlijk op 31 december 2015 worden terugbetaald. In dit artikel wordt namelijk verwezen naar in een overeenkomst van 1 februari 2008 neergelegde wederzijdse bepalingen inzake een koopoptie tussen de Duferco-groep en NMLK die kon worden uitgeoefend vanaf december 2008 tegen een prijs van 600 miljoen USD. Krachtens artikel 6.1 van de overeenkomst was de lener in geval van wijziging in de zeggenschap over SIF verplicht de naar aanleiding daarvan ontvangen bedragen prioritair te bestemmen voor de volledige terugbetaling van de door FSIH toegekende lening. In juli 2011 is de lening vervroegd terugbetaald als gevolg van de volledige overname van SIF door NMLK.

3.5. Maatregel nr. 5: Lening aan SIF in september en december 2009

- (86) FSIH heeft een lening van 75 miljoen EUR toegekend, die ter beschikking is gesteld in twee tranches: 20 miljoen EUR in september 2009 en 55 miljoen EUR in december 2009. De rente op de lening is vastgesteld als de op het moment van de sluiting van de overeenkomst geldende twaalfmaands Euribor (1,302 %), met een opslag van 75 punten, d.w.z. 2,052 %.. Volgens de door de Belgische autoriteiten op 4 juni 2013 verstrekte gegevens bedroeg de daadwerkelijk gehanteerde rente bij de uitkering van beide tranches 1,99 %.
- (87) Volgens FSIH moest, gelet op de sterke financiële positie van SIF en gezien de afwezigheid, in het onderhavige geval, van zekerheden, overeenkomstig de mededeling van de Commissie van 2008 een verhoging met 40 basispunten worden toegevoegd die overeenkomt met het verschil tussen het hoge en het lage zekerheidsniveau voor een onderneming met een AAA-rating.
- (88) Volgens artikel 1.7 van de leningsovereenkomst beschikte FSIH in geval van wijziging in de zeggenschap over SIF en voor zover SIF niet het voornemen te kennen heeft gegeven de lening vervroegd terug te betalen, overigens over de mogelijkheid om haar vordering in kapitaal om te zetten. Het aantal als tegenprestatie ontvangen aandelen werd berekend volgens een vooraf in de leningsovereenkomst vastgestelde formule en mocht niet meer bedragen dan 25 % van het kapitaal van SIF plus één aandeel. NMLK beschikte over een koopoptie en FSIH over een verkoopoptie. De uitoefeningsprijs van deze opties wordt vooraf vastgesteld bij contractuele overeenkomsten. FSIH kon de aandelen doorverkopen voor een bedrag dat overeenkomt met de (in kapitaal en in rente) omgezette vordering, vermeerderd met een rente die overeenkomt met het referentiepercentage van de Europese Commissie voor staatssteun, vermeerderd met 200 basispunten.
- (89) Op 29 juni 2011 zijn de partijen vanwege de ongunstige mondiale situatie van de ijzer- en staalsector en de wijziging in de zeggenschap over SIF overeengekomen dat SIF de lening vervroegd moest terugbetalen in drie tranches (in 2011, in 2012 en in 2013). Op 30 juni 2011 heeft SIF een deel van het kapitaal ([20 000 000- 25 000 000]* EUR) terugbetaald, samen met de tot die datum opgelopen rente, namelijk [1 000 000- 5 000 000]* EUR. Momenteel staat er nog een bedrag van [55 000 000- 60 000 000]* EUR uit.

3.6. Maatregel nr. 6: Kapitaalverhoging van Duferco Long Products met 100 miljoen eur in 2011

- (90) In de zomer 2011 heeft FSIH 100 miljoen EUR ingebracht in Duferco Long Products, een onderneming naar Luxemburgs recht die op dat ogenblik in handen was van Duferco Industrial Investment en FSIH. De Duferco-groep heeft 101 miljoen EUR ingebracht op 7 juli 2011, dus enkele dagen vóór de inbreng door FSIH. Deze investering loopt nog steeds.
- (91) De kapitaalbreng is in drie fasen gebeurd. Eerst heeft FSIH op 29 juni 2011 aan Duferco Long Products een converteerbare lening verstrekt van 30 miljoen EUR tegen de twaalfmaands Euribor, met een opslag van 200 basispunten (d.w.z. $2,137 + 2\% = 4,137\%$). Deze lening had een looptijd van tien jaar. De lening was niet gedekt door een garantie omdat de partijen ze wilden omzetten in kapitaal. De omzetting van de lening in kapitaal heeft daadwerkelijk plaatsgevonden op 23 september 2011.
- (92) Vervolgens is FSIH in juli 2011 in het kapitaal van Duferco Long Products gestapt door middel van een kapitaalverhoging van 70 miljoen EUR.
- (93) Op het kapitaal van 201 miljoen EUR (waarvan 100 miljoen EUR is ingebracht door FSIH en 101 miljoen EUR door Duferco) is ingetekend met het oog op:
- i) de verwerving van de aandelen van Duferco La Louvière Long Products (hierna „DLPL” genoemd) voor [80-100]* miljoen EUR en de aandelen van Duferco Trebos voor [5-15]* miljoen EUR;

- ii) de aankoop van de voorraden van een andere onderneming van Duferco voor [50-70]* miljoen EUR;
 - iii) de investering voor [30-40]* miljoen EUR in Duferco Belgium voor de productie van een nieuwe continuïetierij.
- (94) De investeringen in DSIH en Duferco Long Products lopen nog steeds. De lening aan SIF is nog niet volledig terugbetaald. Het Waals Gewest is van oordeel dat al deze maatregelen in overeenstemming zijn met het beginsel van de particuliere investeerder in een markteconomie.

IV. BEOORDELING VAN DE MAATREGELEN

4.1. Beoordeling van de vraag of er sprake is van steun in de zin van artikel 107, lid 1, VWEU

- (95) Overeenkomstig artikel 107, lid 1, VWEU 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. In deze bepaling zijn de voorwaarden vastgesteld op grond waarvan een maatregel van een lidstaat als staatssteun kan worden beschouwd.
- (96) In de eerste plaats moeten de betrokken maatregelen een overheidskarakter hebben, in die zin dat zij staatsmiddelen moeten behelzen en zij aan de Staat moeten kunnen worden toegerekend. Ten tweede moet de Commissie nagaan of met de staatsmiddelen een voordeel wordt verschaft. Ten derde moeten de maatregelen selectief zijn (bijvoorbeeld bedoeld zijn voor een onderneming, een economische sector of een geografisch gebied) in tegenstelling tot een maatregel van algemene strekking. Een vierde criterium is dat de maatregelen de mededinging kunnen vervalsen en het handelsverkeer tussen de lidstaten ongunstig kunnen beïnvloeden.
- (97) De Commissie zal voor de zes onderzochte maatregelen in de eerste plaats de criteria van het overheidskarakter, de selectiviteit en de invloed op de mededinging en het handelsverkeer nagaan. Vervolgens zal zij het criterium van het economisch voordeel voor elk van de maatregelen analyseren.

4.1.1. Het criterium van het overheidskarakter

- (98) De Commissie wijst erop dat „voordelen [...] enkel als steunmaatregelen in de zin van artikel 87, lid 1, EG [kunnen] worden beschouwd indien zij rechtstreeks of zijdelings met staatsmiddelen zijn bekostigd [...] en aan de staat kunnen worden toegerekend ⁽¹⁾.”
- (99) De instantie die ten grondslag ligt aan de onderzochte maatregelen, is de financiële holding FSIH. FSIH, waarvan het maatschappelijk doel bestaat in maatregelen ten behoeve van ijzer- en staalondernemingen in het buitenland, is een 100 %-dochteronderneming van SOGEP, die op haar beurt voor 100 % in handen is van het Waals Gewest. De middelen waarover FSIH beschikt, staan dus onder zeggenschap van het Waals Gewest en vormen derhalve staatsmiddelen. De beschrijving van SOGEP en FSIH hierboven (cf. de punten 11 e.v.) lijkt erop te wijzen dat de rol van de overheid doorslaggevend is bij de maatregelen van SOGEP en FSIH. In de artikelen in Le Soir van 21 november 2011 zijn de reacties van de toenmalige Waalse ministers van Economie te lezen. Zij erkennen de verantwoordelijkheid van de Waalse regering met betrekking tot de maatregelen van FSIH.
- (100) De onderzochte maatregelen lijken dus eveneens te kunnen worden toegerekend aan het Waals Gewest.
- (101) Concluderend is de Commissie in dit stadium van oordeel dat de onderzochte maatregelen voldoen aan het criterium „overheidskarakter”.

4.1.2. Het selectiviteitscriterium

- (102) De onderzochte maatregelen hebben uitsluitend betrekking op de ondernemingen van de Duferco-groep. Zij zijn dus selectief.

4.1.3. De criteria „vervalsing van de mededinging” en „ongunstige beïnvloeding van het handelsverkeer tussen de lidstaten”

- (103) De Duferco-groep is actief op de ijzer- en staalmarkt. In de Europese Unie zijn op de ijzer- en staalmarkt meerdere andere marktdeelnemers actief en is er voor ijzer- en staalproducten handelsverkeer tussen meerdere lidstaten. Bijgevolg kunnen de maatregelen, overeenkomstig de rechtspraak van het Hof ⁽²⁾, de mededinging en het handelsverkeer tussen de lidstaten ongunstig beïnvloeden.

⁽¹⁾ Arrest van 16 mei 2002, zaak C-482/99, Franse Republiek/Commissie, Jurispr. 2002, blz. I-4397, punt 24.

⁽²⁾ Arrest van 18 juni 1980, zaak 730/79, Philip Morris Holland BV/Commissie, Jurispr. 1980, blz. 2671, punten 11 en 12.

4.1.4. Criterium van het aan Duferco toegekende voordeel

4.1.4.1. Maatregel nr. 1: Participatie in Duferco US (9 april 2003 — 12 december 2006)

- (104) Volgens België heeft FSIH ten aanzien van haar participatie in Duferco US gehandeld als een particulier investeerder en zou derhalve geen enkel voordeel zijn toegekend aan Duferco Industrial Investment, en dus evenmin aan de Duferco-groep.
- (105) De Commissie stelt de voorwaarden waartegen België een participatie in Duferco US heeft verworven, niet ter discussie. Zij betwijfelt echter of de voorwaarden waartegen FSIH haar participatie in Duferco US kon beëindigen, in overeenstemming zijn met het beginsel van de particuliere investeerder in een markteconomie.
- (106) De Commissie merkt namelijk op dat FSIH op 14 juni 2006 een optie heeft verleend aan de Duferco-groep waardoor deze de helft (min 1) van de aandelen van Duferco US kon verwerven voor een bedrag van 95 miljoen EUR. Dit bedrag komt echter overeen met het totaalbedrag dat door FSIH is betaald bij haar toetreding tot het kapitaal van Duferco US, terwijl de resultaten van de onderneming over de periode 2003-2006 (zie de punten 112 en 113) doen vermoeden dat de waarde van de onderneming is toegenomen.
- (107) De Commissie is van oordeel dat een particuliere investeerder wellicht een hogere prijs dan 95 miljoen EUR had gevraagd voor de uitvoering van een dergelijke optie.
- (108) België verklaart in dit verband dat FSIH meer dan haar oorspronkelijke inbreng kon recupereren, aangezien het jaarlijkse rendement voor FSIH van deze investering in dollar 6,81 % bedraagt.
- (109) De Commissie merkt op dat het jaarlijkse rendement van de investering in dollar niet relevant is, aangezien FSIH haar investering in euro heeft gedaan en de instap- en uitstaptransacties in euro zijn uitgedrukt. Het bedrag dat FSIH heeft ontvangen bij het uittreden uit Duferco US (95 miljoen EUR), komt overeen met het bedrag dat zij heeft betaald om toe te treden tot het kapitaal van Duferco US en de hierboven vermelde koopoptie te verkrijgen (zie punt 21).
- (110) Een in euro berekend rendement zou derhalve beperkt zijn tot het in 2005 ontvangen dividend voor een bedrag van 2,01 miljoen EUR, gespreid over de duur van de participatie, d.w.z. een percentage van 0,55 % per jaar of 2,1 % voor de totale duur van de participatie.
- (111) De Commissie merkt eveneens op dat FSIH haar participatie niet heeft laten evalueren alvorens een optie aan de Duferco-groep te verlenen waardoor zij zich potentieel kon terugtrekken uit Duferco US.
- (112) Bovendien leken Farrell en Duferco US, in tegenstelling tot wat België beweert, niet in buitengewone financiële moeilijkheden te verkeren. De geconsolideerde rekeningen van de moedermaatschappij, Duferco US, geven de onderstaande gegevens te zien.

Tabel 1

Eigen vermogen en nettoresultaten van Duferco US (in miljoen USD)

	2003/09	2004/09	2005/09	2006/09
Eigen vermogen	51.912	129.686	115.795	140.577
Nettoresultaat	-6.596	77.716	-13.891	24.782

- (113) Voor Farrell geven diezelfde geconsolideerde rekeningen de volgende gegevens te zien:

Tabel 2

Eigen vermogen en nettoresultaten van Farrell (in miljoen USD)

	2003/09	2004/09	2005/09	2006/09
Eigen vermogen	78.721	157.370	134.150	139.402
Nettoresultaat	-7.034	78.591	-13.279	25.458

- (114) Uit deze gegevens blijkt dat de periode 2003-2006 over het geheel genomen een winstgevende periode was voor Duferco US en Farrell. Hieruit volgt dat de waarde van Duferco US in 2006 op het eerste gezicht hoger moest liggen dan in 2003, toen de onderneming op 345,7 miljoen EUR was gewaardeerd.

- (115) In tegenstelling tot wat België aanvoert, beweert de Commissie niet dat de waarde van Duferco US in 2006 gelijk is aan haar eigen vermogen in 2006 volgens de zogenoemde methode van de nettoboekwaarde. Niettemin is het feit dat in 2006 zowel het eigen vermogen als het nettoresultaat van Duferco beter waren dan in 2003, een niet te verwaarlozen aanwijzing voor een hogere waarde van Duferco US in 2006.
- (116) België betoogt echter dat Duferco US niet meer waard was in 2006 dan in 2003 en beroept zich met name op de overeenkomst tussen de Duferco-groep (DPH) en de [...] van 29 september 2003, die de winstmogelijkheden van Farrell zou hebben beperkt. België vermeldt ook dat 2005 een slecht jaar was voor Duferco US en dat de marktdeelnemers er sinds midden 2006 van uit gingen dat de sector een negatieve cyclus zou ingaan.
- (117) De Commissie merkt in dit verband op dat de overeenkomst met de [...] in het belang van Farrell is gesloten en a priori een instrument lijkt te zijn waarmee de waarde van Farrell op lange termijn veilig kan worden gesteld. Bovendien is deze overeenkomst pas enkele maanden na de toetreding van FSIH tot zowel Duferco US als DPH gesloten (zie onderzochte maatregel nr. 2). Hieruit volgt enerzijds dat FSIH zich niet tegen deze overeenkomst lijkt te hebben verzet (noch op het niveau van Duferco US, noch op dat van DPH, waar haar participatie haar toch een recht van controle op de strategische beslissingen verleent), en anderzijds dat FSIH zich eerder en niet pas in 2006 had moeten terugtrekken uit Duferco US als deze overeenkomst echt nadelig was voor haar.
- (118) Daarnaast merkt de Commissie ook op dat DPH ermee had ingestemd een deel van haar winst over te dragen aan Farrell naar aanleiding van een interne overeenkomst binnen de Duferco-groep (zie punt 52). FSIH lijkt hier geen rekening mee te hebben gehouden. Voorts lijkt de verwijzing door België naar 2005 als slecht jaar niet pertinent in het licht van de goede resultaten in 2006. Tot slot heeft België zijn argument dat de marktdeelnemers zich vanaf 2006 aan een negatieve cyclus konden verwachten niet gedocumenteerd. Evenmin is toegelicht hoe FSIH hier rekening mee zou hebben gehouden.
- (119) België voert vervolgens aan dat de aankoopprijs van de helft van de aandelen (min 1) van Duferco US veel lager lag dan de waarde die zou worden verkregen wanneer men de door de onafhankelijke consultants Hatch Beddows en World Steel Dynamics verrichte schatting van de waarde van de onderneming door twee deelt (zie punt 21).
- (120) De Commissie betwist dit standpunt niet. Zij stelt evenwel vast dat FSIH haar investering van 9 april 2003 voor een bedrag van 95 miljoen EUR niet heeft gewaardeerd, aangezien FSIH op 14 juni 2006 een optie aan de Duferco-groep heeft verleend waarmee de aandelen van Duferco US voor hetzelfde bedrag konden worden overgenomen.
- (121) België voert eveneens aan dat de resultaten van Duferco US per 31 december 2008 zeer slecht waren (met als resultaat een negatief eigen vermogen van [60-66]* miljoen USD), en per 31 december 2009 nog slechter waren (met als resultaat een negatief eigen vermogen van [220-232]* miljoen USD). België is dan ook van mening dat FSIH blijk heeft gegeven van voorzichtig gedrag door zich terug te trekken uit Duferco US voordat de situatie van deze onderneming verslechterde.
- (122) De Commissie erkent in dit verband dat negatieve vooruitzichten een particuliere marktdeelnemer ertoe kunnen brengen afstand te doen van een participatie. De Commissie merkt evenwel op dat FSIH een koopoptie aan de Duferco-groep heeft verleend op 14 juni 2006, d.w.z. ongeveer 2,5 jaar vóór de resultaten van 2008. Voorts heeft België niet voldoende elementen verstrekt waaruit kan worden geconcludeerd dat FSIH was vooruitgelopen op deze resultaten en in het licht daarvan had besloten een koopoptie te verlenen aan de Duferco-groep.
- (123) Bovendien is de Commissie van oordeel dat een aan de Duferco-groep verleende koopoptie op lange termijn geen doeltreffende methode is voor een particuliere marktdeelnemer die afstand wenst te doen van een participatie die aan waarde zou kunnen inboeten. FSIH heeft deze optie namelijk verleend tot en met 31 december 2015 en het stond de Duferco-groep volledig vrij deze al dan niet uit te oefenen. Er was derhalve geen enkele garantie dat de Duferco-groep deze optie in een nabije toekomst zou uitoefenen.
- (124) Integendeel, FSIH had zich ertoe verbonden haar participatie gedurende de hele looptijd van de optie niet door te verkopen aan derden (zie punt 2.04 van de *Call Option Agreement* van 14 juni 2006).
- (125) De verlening van deze optie vormt derhalve geenszins een doeltreffende manier om aan de verslechtering van de resultaten van Duferco US, waarop FSIH volgens België is vooruitgelopen, te ontkomen.
- (126) Voorts zou in geval van uitoefening van de optie na 1 januari 2010 de aankoopprijs zijn verminderd met alle na die datum uitgekeerde dividenden. Deze optie biedt Duferco Industrial Investment dus tot en met 31 december 2015 de mogelijkheid desgewenst de aandelen van Duferco US te verwerven zonder dat de aankoopprijs wordt verhoogd en, integendeel, met de garantie dat deze prijs wordt verlaagd met alle na 1 januari 2010 uitgekeerde dividenden.

- (127) Tot slot is deze optie aan de Duferco-groep kosteloos verleend, terwijl zij een zekere economische waarde heeft voor de Duferco-groep, die ze naar believen kan uitoefenen.
- (128) Wat de feiten betreft, merkt de Commissie op dat de optie door de Duferco-groep was uitgeoefend op 12 december 2006, d.w.z. drie dagen vóór de investering van FSIH in Duferco Salvage Investment Holding voor een bedrag van [65-72]* miljoen EUR (onderzochte maatregel nr. 3). Waarschijnlijk heeft de Duferco-groep zijn optie ten aanzien van Duferco US dus pas uitgeoefend wanneer hij de garantie had dat FSIH opnieuw zou investeren in één van de ondernemingen van de groep.
- (129) De Commissie concludeert in dit stadium dat een particuliere investeerder in een markteconomie wellicht een hoger bedrag dan 95 miljoen EUR had verlangd voor de uitvoering van een aan de Duferco-groep verleende optie waarmee deze de helft (min 1) van de aandelen van Duferco US kon verwerven, en dat een particuliere investeerder in een markteconomie een dergelijke kooptie niet kosteloos, noch voor een dergelijke looptijd zou hebben verleend.

4.1.4.2. **Maatregel nr. 2: Participatie in DPH (9 april 2003 — 14 juni 2006)**

- (130) De Commissie betwijfelt of de voorwaarden waaronder FSIH haar participatie in DPH heeft beëindigd, in overeenstemming zijn met het beginsel van de particuliere investeerder in een markteconomie.
- (131) Volgens België heeft FSIH gehandeld als een particuliere investeerder ten aanzien van haar participatie in DPH, en zou derhalve geen enkel voordeel zijn toegekend aan [bedrijf dat op dat moment in bezit was van DPH]* en dus aan de Duferco-groep. België verklaart eveneens dat FSIH meer dan haar oorspronkelijke inbreng kon recupereren, aangezien het jaarlijkse rendement voor FSIH van deze investering in dollar 8,81 % bedraagt.
- (132) De Commissie merkt op dat het jaarlijkse rendement van de investering in dollar niet relevant is, aangezien FSIH haar investering in euro heeft gedaan en de instap- en uitstaptransacties in euro zijn uitgedrukt. Bovendien voorzagen de overeenkomsten in de uitkering van dividenden in euro.
- (133) Het bij uittreding uit DPH door FSIH ontvangen bedrag ([...]* miljoen EUR) ligt 4 miljoen EUR hoger dan het bedrag dat zij heeft betaald om tot het kapitaal van DPH toe te treden. Een in euro berekend rendement zou derhalve beperkt zijn tot dit bedrag van 4 miljoen EUR, met een opslag van het door FSIH in januari 2005 ontvangen dividend van 4 miljoen EUR, gespreid over de duur van de maatregel, d.w.z. een percentage van minder dan 5 % per jaar, wanneer men rekening houdt met de totale duur van de investering, die meer dan drie jaar bedraagt.
- (134) Voorts betwijfelt de Commissie of de door de partijen (FSIH en [bedrijf dat op dat moment in bezit was van DPH]*) toegepaste reductiefactoren ten opzichte van de door Ernst&Young in 2006 verrichte waardering van 25 % van DPH correct zijn.

Reductiefactor nr. 1

- (135) In dit stadium ziet de Commissie niet in op grond waarvan de boekwaarde van de divisie Trading in aanmerking zou moeten worden genomen bij het bepalen van de marktwaarde van deze divisie. Indien de boekwaarde van deze divisie in aanmerking is genomen door de Duferco-groep en [...]*, dan is dat in het kader van de totstandbrenging van een commerciële relatie met een specifiek doel waarbij wederzijdse rechten en plichten worden ingevoerd.
- (136) De Commissie merkt op dat de Duferco-groep met [...]* een partnerschap op lange termijn tot stand heeft gebracht zodat hij een stabiele voorziening met half afgewerkte producten (plakken) in grote hoeveelheden kan veiligstellen. In de overeenkomst was bepaald dat [...]* plakken zou leveren op basis van de verkoopprijs van de afgewerkte producten van Duferco, minus de verwerkingskosten van Duferco, vermeerderd met een marge. Deze overeenkomst heeft ertoe geleid dat de marges van Duferco daalden, maar het verkoopvolume steeg. De verkoop van de helft van de divisie Trading aan [...]* moet dus worden geanalyseerd in het kader van deze overeenkomst. Deze context lijkt niet relevant voor de hypothese van de verkoop van een participatie van FSIH in DPH, aangezien eerstgenoemde geen staalproducent met een commerciële relatie met de Duferco-groep is.
- (137) De Commissie merkt eveneens op dat de positie van DPH ten opzichte van de groep [...]* in het kader van hun partnerschap was gegarandeerd door een zekerheidsovereenkomst van 29 september 2006, die is gewijzigd op 26 september 2008, waarin was bepaald dat de Duferco-groep kan worden vergoed uit het eigen vermogen van de divisie Trading, mocht [...]* in gebreke blijven. Dit is overigens gebeurd in 2009, toen DPH delen van de divisie Trading voor 125 miljoen EUR zonder meer kon overnemen van [...]* met het oog op het voldoen van een vordering voor datzelfde bedrag. Deze benadering bevestigt dat de partijen de boekwaarde van de divisie Trading als referentiepunt in het kader van hun specifieke commerciële relatie hadden beschouwd. De Commissie ziet in dit stadium geen reden waarom dit referentiepunt ook in het kader van de verkoop van een participatie in DPH door FSIH zou moeten gelden. België heeft met betrekking tot de bepaling van de waarde van Duferco US (onderzochte maatregel nr. 1) overigens te kennen gegeven dat het de verwijzing naar het eigen vermogen (of naar de nettoboekwaarde) geen passende manier vindt om een onderneming te waarderen.

- (138) De Commissie is dan ook van oordeel dat de waardering van de divisie Trading in het Ernst&Young-rapport van 2006 volgens de methode van de price/earnings-ratio in dit stadium moet worden beschouwd als een valabele waarderingmethode.

Reductiefactor nr. 2

- (139) De Commissie ziet in dit stadium niet in op grond waarvan de gegevens van de jaren 2001 en 2002 bovenop die van de jaren 2003 tot en met 2006 in aanmerking moeten worden genomen om meer inzicht te krijgen in het cyclische karakter van de sector.
- (140) In het Ernst&Young-rapport van 2006 is namelijk een periode van vier jaar in aanmerking genomen, terwijl dit in het Ernst&Young-rapport van 2003 een jaar minder was, wat evenwel niet lijkt te zijn betwist.
- (141) Bovendien merkt de Commissie op dat de bijgestelde nettowinst voor de jaren 2001 en 2002 is verminderd met respectievelijk 5,5 miljoen EUR en 6 miljoen EUR om rekening te houden met respectievelijk de overeenkomst om bepaalde winsten aan Farrell over te dragen (zie punt 51) en met de verkoop van de helft van de divisie Trading aan [...]*. De Commissie betwijfelt of het relevant is om deze overeenkomsten, die in de loop van het jaar 2003 of later zijn gesloten, in aanmerking te nemen voor de jaren 2001 en 2002. Deze overeenkomsten zijn hoe dan ook omkeerbaar en het lijkt dus niet passend deze met terugwerkende kracht toe te passen op de jaren 2001 en 2002 alsof zij de toekomstige mogelijkheden van DPH om winst te maken definitief beperkten.
- (142) Tot slot wordt in de nieuwe wegingen die FSIH en [bedrijf dat op dat moment in bezit was van DPH]* hebben toegekend aan de bij de waardering van DPH in aanmerking genomen jaren, slechts weinig gewicht toegekend aan het jaar 2006, terwijl dit het jaar is waarin de doorverkoop aan [bedrijf dat op dat moment in bezit was van DPH]* heeft plaatsgevonden.

Reductiefactor nr. 3

- (143) België rechtvaardigt het feit dat de reductiefactor voor illiquiditeit op 40 % wordt gebracht door het gebrek aan belangstelling bij andere marktdeelnemers in de ijzer- en staalsector. Deze verklaring wordt echter helemaal niet omschreven of gedocumenteerd. De Commissie heeft helemaal geen gegevens ontvangen waaruit kan worden opgemaakt dat FSIH haar participatie in DPH wilde doorverkopen aan een andere marktdeelnemer dan [bedrijf dat op dat moment in bezit was van DPH]*.

Reductiefactor nr. 4

- (144) Er lijken geen elementen te zijn die rechtvaardigen dat een grotere reductiefactor wordt toegepast op de reserve van DPH voor de preferente dividenden. Voor de aan het cyclische karakter van de sector verbonden risico's is reeds een bijzondere reductiefactor (reductiefactor nr. 2) toegepast. De toepassing van een reductiefactor van 14 % op deze reserve zou derhalve tot de conclusie leiden dat de vooruitzichten van de groep niet goed zijn, terwijl het jaar 2006 een jaar met goede resultaten was.

Reductiefactor nr. 5

- (145) Met betrekking tot een eventuele controlepremie merkt de Commissie op dat het feit dat [bedrijf dat op dat moment in bezit was van DPH]* de volledige zeggenschap over DPH terugkrijgt, op het eerste gezicht een economische waarde heeft die in aanmerking moet worden genomen. Bovendien had [bedrijf dat op dat moment in bezit was van DPH]* weliswaar het recht te weigeren dat FSIH haar aandelen aan een derde verkocht, maar alleen als zij zelf de aan deze derde aangeboden aandelen kocht, tegen de voorwaarden die deze derde en FSIH waren overeengekomen. Bijgevolg had [bedrijf dat op dat moment in bezit was van DPH]* geen onvoorwaardelijk recht om de overdracht van de aandelen van FSIH, en derhalve ook van de daaraan verbonden bijzondere rechten, aan een derde te weigeren. Deze bijzondere rechten lijken dus een economische waarde te hebben die in aanmerking moet worden genomen.

Andere contextuele factoren

- (146) De Commissie heeft kennis genomen van de andere door België aangevoerde contextuele factoren (met name de overeenkomst met Farrell en de overeenkomst met [...]*), maar er is geen overtuigende rechtvaardiging aangevoerd voor de noodzaak om deze in aanmerking te nemen bij de waardering van DPH en de wijze waarop dit is gebeurd.
- (147) De Commissie vindt het argument dat de partnerschappen met [...]* en NMLK de participatie in DPH minder aantrekkelijk zou hebben gemaakt, evenmin gefundeerd. De door [...]* aangegeven risico's lijken namelijk niet van dien aard dat ze schade berokkenen aan de Duferco-groep, die in ieder geval een akkoord heeft bereikt met de [...]* groep over de manier om hun overeenkomst te garanderen (in een zekerheidsovereenkomst van 29 september 2006, die is gewijzigd op 26 september 2008, is bepaald dat de Duferco-groep zou kunnen worden vergoed uit het eigen vermogen van de divisie Trading mocht [...]* in gebreke blijven). Het partnerschap met NMLK en het feit dat de Duferco-groep zich wil diversifiëren, lijken de waarde van DPH geenszins te verminderen. Integendeel, deze strategische elementen lijken de positie van de groep juist te versterken, wat later zal worden bevestigd door zijn uitstekende resultaten (zie punt 148).

- (148) In het licht van al deze elementen komt de Commissie tot de voorlopige conclusie dat FSIH bij de onderhandelingen over de doorverkoop van haar aandelen in DPH niet als een particulier investeerder heeft gehandeld. De vastgestelde verkoopprijs houdt slechts een verhoging in van 4 miljoen EUR in ten opzichte van de aankoopprijs. Met betrekking tot deze prijs merkt de Commissie op dat het eigen vermogen van DPH is toegenomen van [...] miljoen USD in september 2003 (met een nettoresultaat van [...] miljoen USD) tot [...] miljoen USD in september 2006 (met een nettoresultaat van [...] miljoen USD). De onderneming bleef overigens goede resultaten boeken, aangezien haar eigen vermogen is toegenomen tot [...] miljoen USD in september 2007 (met een nettoresultaat van [...] miljoen USD) en tot [...] miljoen USD in september 2008 (met een nettoresultaat van [...] miljoen USD).
- (149) In plaats van te handelen als een particulier investeerder, lijkt het erop dat FSIH alleen maar haar oorspronkelijke inbreng van [...] miljoen EUR, vermeerderd met een voor 2005 verschuldigd maar nog niet uitgekeerd dividend van [...] miljoen EUR, probeerde terug te krijgen.

4.1.4.3. **Maatregel nr. 3: participatie in DSIH (van 15 december 2006 tot op heden)**

- (150) De Commissie betwijfelt of de voorwaarden waaronder FSIH heeft geïnvesteerd in DSIH, in overeenstemming zijn met het beginsel van de particuliere investeerder in een markteconomie.
- (151) België voert aan dat deze investering in DSIH als een investering op gelijke voet (pari passu) met Duferco Development moet worden beschouwd. Aangezien FSIH en Duferco Development hetzelfde bedrag hebben ingebracht, zouden zij dezelfde belangen hebben en dezelfde risico's lopen. In die zin zou de maatregel van FSIH in overeenstemming zijn met het beginsel van de particuliere investeerder.
- (152) De Commissie is in dit stadium evenwel van mening dat er geen sprake kan zijn van een investering op gelijke voet, aangezien de investering wordt gedaan in een onderneming (DSIH) die reeds deel uitmaakt van de Duferco-groep. De Commissie zou van de Belgische autoriteiten overigens nadere gegevens willen ontvangen over de hoogte van het eigen vermogen van DSIH vóór de investering van FSIH en Duferco Development.
- (153) Voorts lijkt er evenmin sprake te kunnen zijn van een investering op gelijke voet omdat het doel van de investering erin bestaat een onderneming te verwerven, of in ieder geval activa of als activa gevaloriseerde projecten die reeds voor de helft in het bezit zijn van de Duferco-groep — met name Duferco Diversification of haar activa, die toebehoren aan SIF, de gezamenlijke dochteronderneming van de Duferco-groep en NMLK.
- (154) België voert ook aan dat het project „Marcinelle Energie”, dat oorspronkelijk was ontwikkeld binnen Carsid Development (later Duferco Diversification), enerzijds bedoeld was om de bevoorrading van de Duferco-groep met elektriciteit tegen redelijke kosten veilig te stellen en anderzijds om te kunnen profiteren van de liberalisering van de energiemarkt. Dit argument doet eveneens twijfels rijzen over de vraag of de investering in DSIH een investering op gelijke voet (pari passu) is. Binnen de dochteronderneming Marcinelle Energie gaat namelijk alleen de publieke aandeelhouder een nieuw risico aan, terwijl de particuliere aandeelhouder alleen maar een activiteit of een bestaand project heeft ingebracht in deze dochteronderneming. De particuliere aandeelhouder lijkt het aangegane risico dan ook veeleer te kunnen beperken dankzij de toetreding van de publieke partner.
- (155) Daarnaast heeft de Commissie twijfels ten aanzien van twee van de elementen waarmee de waarde van Duferco Diversification ([...] miljoen EUR) wordt gerechtvaardigd: de waarde van het [...]*-project en de waarde van het project „Marcinelle Energie”.
- (156) Met betrekking tot het [...]*-project merkt de Commissie namelijk op dat FSIH tot de investering heeft besloten voordat de voorwaarden van dit project waren vastgesteld. Deze voorwaarden zijn pas in 2009 vastgesteld, waarbij een essentiële vraag — de financieringsvoorwaarden voor het project — werd opengelaten. Een particuliere marktdeelnemer in een markteconomie zou waarschijnlijk niet hebben aanvaard een dergelijk bedrag vast te leggen zonder op de hoogte te zijn van de voorwaarden. De Belgische autoriteiten geven zelf toe dat dat verwachte meerwaarde van het project opnieuw is beoordeeld in 2012, d.w.z. zes jaar na de initiële investering van FSIH (samen met Duferco Développement).
- (157) De Belgische autoriteiten hebben overigens niet duidelijk uitgelegd hoe de verwachte meerwaarde door Duferco Development zou worden geboekt of geïnd (of, vandaag, door Duferco Wallonie, de onderneming waar het project momenteel is ondergebracht).
- (158) De Commissie zou hierover gegevens willen ontvangen en willen weten of FSIH reeds vóór zij die maatregel nam, daarvan in het bezit was. Bovendien weet de Commissie niet of dit project al dan niet is uitgevoerd en wat het resultaat ervan was.

- (159) Met betrekking tot het project „Marcinelle Energie” merkt de Commissie op dat de vastgestelde waardering in de eerste plaats berust op contacten die zouden zijn gelegd met particuliere partners met het oog op de verkoop van [75-83]* % van het project voor een bedrag van [49-55]* miljoen EUR. België heeft de Commissie weliswaar kopieën van e-mails tussen de Duferco-groep en bepaalde particuliere partners verstrekt, maar deze kopieën bevatten geen enkele waardering van het project „Marcinelle Energie” en zelfs geen begin van formalisering van een verkoopovereenkomst.
- (160) Voor de overige 20 % berust de vastgestelde waardering op de deskundigenverslagen van Bain. In deze verslagen is echter duidelijk vermeld dat de waarde van de CO₂-emissierechten waarvoor de centrale van Marcinelle in aanmerking kan komen, slechts in aanmerking zal worden genomen als het project spoedig, en in ieder geval in de loop van 2009, wordt uitgevoerd. De Commissie merkt op dat de centrale van Marcinelle pas op 31 maart 2012 in bedrijf is gesteld en dat België geen enkel element heeft verstrekt waaruit blijkt dat inbedrijfstelling in de loop van 2009 mogelijk was. Met andere woorden, de door Bain gerapporteerde waarde diende niet in aanmerking te worden genomen als op de datum van de investering van FSIH reeds duidelijk was dat het project niet in 2009 zou worden uitgevoerd.
- (161) De Commissie merkt op dat de rentabiliteit van het project veel lager uitviel dan verwacht, namelijk [40-46]* miljoen EUR in plaats van [70-78]* miljoen EUR. Ook al had het project een rentabiliteit van [70-78]* miljoen EUR gehaald, dan nog had FSIH er geen enkele meerwaarde van kunnen verwachten, aangezien haar initiële investering (samen met Duferco Développement) bedoeld was om het project voor deze waarde te verwerven. De Commissie vraagt zich dan ook af of FSIH haar investeringsproject wel echt wilde valoriseren. Een particuliere marktdeelnemer zou het nodige geld hebben ingebracht voor de verwezenlijking van het project „Marcinelle Energie” en zou niet hebben getracht de onderneming die dit project leidt, te verwerven voor een bedrag dat gelijk is aan het verwachte rendement van het project. Door zo te handelen lijkt FSIH het door de Duferco-groep zonder tegenprestatie aangegane risico gewoon te hebben beperkt.
- (162) België verklaart dat de rentabiliteit van het project is aangetast door een niet te voorziene ommekeer in de marktsituatie. Het project blijkt echter rendabel te zijn geweest, maar niet voldoende om het door FSIH (samen met Duferco Développement) geïnvesteerde bedrag te halen. De Commissie is overigens van mening dat zij niet voldoende gegevens heeft ontvangen om uit te maken of de rentabiliteit van het project aangetast is door een niet te voorziene ommekeer in de situatie op de elektriciteitsmarkt ⁽¹⁾.
- (163) Tot slot merkt de Commissie op dat DSIH haar participatie in Duferco Diversification op 8 juli 2011 voor [...] * miljoen EUR aan Duferco Long Products heeft verkocht, en dat dit bedrag nog niet aan haar is overgemaakt. De Commissie wijst er derhalve op dat FSIH tussen 15 december 2006 en 8 juli 2011 geen meerwaarde of dividend met betrekking tot Duferco Diversification heeft ontvangen. De Commissie vraagt zich eveneens af of het correct is te stellen dat deze overdracht naar Duferco Long Products geen enkele invloed heeft op de belangen van FSIH, aangezien laatstgenoemde voor 49,7 % aandeelhouder is van Duferco Long Products. De Commissie merkt namelijk op dat de aandelen in DSIH perfect gelijk waren verdeeld over FSIH en de Duferco-groep. De Commissie wijst er evenwel op dat de Duferco-groep binnen Duferco Long Products meer dan de helft van de aandelen bezit.
- (164) In het licht van het voorafgaande concludeert de Commissie in dit stadium dat een particulier investeerder geen [65-72]* miljoen EUR in DSIH zou hebben geïnvesteerd.

4.1.4.4. **Maatregelen nrs. 4 en 5: Leningen aan [hoofd vov de groep]* en aan Steel Investment Finance in 2009**

- (165) Volgens de Belgische autoriteiten houdt de voor beide leningen gehanteerde rentevoet geen steunelement in omdat hij beduidend hoger ligt dan de gemiddelde variabele rentevoet die door de banken wordt toegepast voor de [hoofd vov de groep]*-groep en de SIF-groep, namelijk [1,1-1,5]* %.
- (166) De Commissie heeft twijfels bij deze bewering.
- (167) De Commissie heeft de Belgische autoriteiten dan ook verzocht aan te geven of [hoofd vov de groep]* en SIF in diezelfde periode leningen hebben gekregen van andere financiële instellingen dan FSIH en tegen welke voorwaarden. De Belgische autoriteiten hebben twee tabellen verstrekt met een lijst van leningen die in 2009 door verschillende banken zijn toegekend. De gegevens in deze twee tabellen kunnen de twijfels van de Commissie echter niet wegnemen. In de tabellen zijn bijvoorbeeld leningen opgenomen die niet vergelijkbaar zijn: verschillende looptijden (doorgaans korter dan die van de twee betrokken leningen), verschillende bedragen (beduidend lager dan die van de twee leningen), andere soort (de tabellen bevatten doorlopende kredieten met een looptijd van een jaar, voorschotten in rekening-courant ...). Voorts is er maar één tabel waarin een lening tegen een twaalfmaands Euribor is opgenomen, d.w.z. een Euribor die overeenkomt met die van beide leningen. De Euribor met langere looptijden lijkt echter hoger te liggen dan de rentevoeten van leningen met kortere looptijden. Tot slot wijst de Commissie erop dat de Belgische autoriteiten niet hebben gepreciseerd of de tabellen volledig waren.

⁽¹⁾ Het feit dat de ENEL-groep een waardevermindering op de activa van Marcinelle Energie heeft genoteerd in haar eigen jaarverslagen 2011 en 2012, vormt geen voldoende bewijs hiervoor. Uit deze waardeverminderingen kan niet worden opgemaakt dat de ENEL-groep geld is kwijtgeraakt, aangezien het initiële bedrag van zijn investering niet aan de Commissie is meegedeeld.

- (168) De Commissie leidt uit de tabel af dat geen enkele particuliere financiële instelling leningen aan [hoofd vov de groep]* heeft verstrekt voor bedragen die gelijkwaardig zijn aan of vergelijkbaar zijn met de door FSIH toegekende leningen.
- (169) De Commissie wenst te preciseren dat het feit dat er geen vergelijkbare lening is, niet automatisch impliceert dat er sprake is van staatssteun. De Commissie wil slechts zo veel mogelijk beschikbare gegevens verzamelen om te kunnen nagaan tegen welke voorwaarden de betrokken leningen zijn toegekend.
- (170) Met betrekking tot de lening aan [hoofd vov de groep]* merkt de Commissie op dat de garantie gebaseerd is op 15 % van de aandelen van DPH, d.w.z. een waarde van [...]*(¹) in 2009. De Commissie is van oordeel dat het verschil tussen de waardering van de aandelen en het bedrag aanzienlijk lijkt. Niettemin blijft dit soort zekerheid per definitie variabel en dreigt zij aan waarde te verliezen naarmate de lening meer risico's inhoudt. Bijgevolg is de Commissie niet zeker of een particulier investeerder dit risico met betrekking tot de hoogte van de garantie voor een lening voor een dergelijk bedrag zou hebben aanvaard, gezien de toenmalige economische en financiële situatie.
- (171) Met betrekking tot de lening aan SIF uit de Commissie twijfels over de relevantie van de keuze van de Belgische autoriteiten om de situatie van SIF gelijk te stellen met die van een onderneming met een AAA-rating. Geen enkele grote staalgroep (zoals ArcelorMittal, NLMK of nog Kobe Steel Ltd) (²) had namelijk een gelijkwaardige rating in diezelfde periode. De Belgische autoriteiten erkennen zelf dat het gezien de ongunstige mondiale situatie van de ijzer- en staalsector verkieslijk was dat SIF de lening vervroegd terugbetaalde (³).
- (172) Tot slot is de Commissie verbaasd dat voor deze lening geen zekerheden zijn gesteld. De Belgische autoriteiten hebben gepreciseerd dat 40 basispunten zijn toegevoegd om het gebrek aan zekerheden te compenseren. De Commissie betwijfelt of deze compensatie toereikend is, met name gelet op de toenmalige economische situatie. Om al deze redenen betwijfelt zij dat een particuliere financiële instelling zou hebben aanvaard een lening tegen dergelijke voorwaarden toe te kennen.
- (173) Bijgevolg kan de Commissie in dit stadium van de procedure dan ook niet definitief de mogelijkheid uitsluiten dat de aan [hoofd vov de groep]* en SIF toegekende leningen geen staatssteunelement bevatten.

4.1.4.5. *Kapitaalverhoging van Duferco Long Products, onderneming naar Luxemburgs recht en dochteronderneming van DPH, met 100 miljoen EUR in 2011*

- (174) De Belgische autoriteiten zijn van mening dat FSIH zich heeft gedragen als een marktconform handelende verschaffer van particuliere middelen. Volgens hen zijn de participaties verworven en doorverkocht tegen de marktprijs, in overeenstemming met de waarderingen van onafhankelijke deskundigen en rekening houdend met de bijzondere omstandigheden van elke transactie. De kapitaalinbreng in de betrokken ondernemingen is steeds op gelijke voet met een particuliere partner en op basis van een bedrijfsplan gebeurd.
- (175) De converteerbare lening van 30 miljoen EUR kan volgens de Belgische autoriteiten niet worden gelijkgesteld met staatssteun, omdat zij van oordeel zijn dat zij de mededeling van de Commissie inzake referentiepercentages hebben toegepast, door een opslag van 200 basispunten op de twaalfmaands Euribor toe te passen.
- (176) De Commissie wijst er enerzijds op dat zij niet over de nodige gegevens beschikt, met name gegevens over de rating van DPL, om de analyse van de Belgische autoriteiten te bevestigen. De opmerkingen van de Commissie met betrekking tot de door de Belgische autoriteiten verstrekte tabellen in punt 167 zijn ook van toepassing op deze lening.
- (177) Anderzijds vraagt de Commissie zich af of deze maatregel als een kapitaalinbreng samen met de inbreng van 70 miljoen EUR kan worden geanalyseerd. Duferco kon deze lening inderdaad naar eigen goeddunken omzetten in kapitaal, wat minder dan drie maanden na de toekenning ervan is gebeurd. Bovendien hebben de Belgische autoriteiten gepreciseerd dat de lening niet was gedekt door een garantie aangezien de partijen ze wilden omzetten in kapitaal.

(¹) Volgens de Belgische autoriteiten kwam de waarde van deze garantie overeen met dit bedrag wanneer men zich uitsluitend op de netto-activa op het ogenblik van de toekenning van de lening baseert.

(²) <http://www.arcelormittal.com/corp/~media/Files/A/ArcelorMittal/investors/annual-reports/2009/638-17-0-AnnualReport2009-ManagementReport.pdf>, p.61
http://www.moody.com/research/Moodys-withdraws-Baa2-debt-ratings-of-Kobe-Steel-PR_177877
<http://lipetsk.nlmk.com/upload/Annual%20report/2010/nlmkAR2009en1.pdf>, p.69

(³) Zie punt 20 van de op 4 januari 2012 verstrekte gegevens.

- (178) Ongeacht het gekozen scenario kan de Commissie op basis van de tot dusver door de Belgische autoriteiten verstrekte documenten de aanwezigheid van staatssteunelementen evenwel niet uitsluiten.
- (179) De Commissie wijst erop dat zij van oordeel is „dat openbare en particuliere investeerders op voet van gelijkheid investeren en de investering dus geen staatssteun vormt, wanneer de voorwaarden ervan, zonder enige maatregel van de overheid, voor een normale investeerder in een markteconomie aanvaardbaar zouden zijn. Dit wordt alleen geacht het geval te zijn wanneer openbare en particuliere investeerders precies dezelfde opwaartse en neerwaartse risico's en vergoedingen delen, dezelfde achtergestelde positie ten opzichte van de schuldeisers hebben en wanneer ten minste 50 % van de financiering van de maatregel afkomstig is van particuliere investeerders die onafhankelijk zijn van de ondernemingen waarin zij investeren”⁽¹⁾.
- (180) Bijgevolg is niet voldaan aan het criterium van onafhankelijkheid van de particuliere investeerder ten opzichte van de onderneming waarin hij investeert. Zodoende is de risicodeling niet noodzakelijk dezelfde voor de publieke investeerder als voor de particuliere investeerder die investeert in een onderneming die reeds deel uitmaakt van de groep. De investering, die aan de Staat kan worden toegerekend en die is verricht in andere omstandigheden dan die waarin particuliere investeerders opereren, zou namelijk een voordeel kunnen verschaffen aan Duferco Long Products. De investering in het kapitaal van Duferco Long Products zou bijgevolg als staatssteun kunnen worden aangemerkt.
- (181) Wat meer bepaald de aankoop van aandelen-DLPL betreft, merkt de Commissie op dat de Belgische autoriteiten een waarderingsrapport van de materiële activa van de onderneming en een zeer beknopt bedrijfsplan (1 pagina) hebben overgelegd. Zij vindt dat deze documenten op zich alleen geen informatie geven over met name de schuldenlast, de activiteiten van de onderneming enz. De waarde van de onderneming kan dus niet op basis van deze documenten worden bepaald. Tot slot merkt de Commissie ook op dat de voor deze aandelen betaalde prijs niet duidelijk kan worden opgemaakt uit de toegezonden Share Purchase Agreement.
- (182) De Commissie heeft meermaals⁽²⁾ verzocht om het volledige bedrijfsplan 2011-2015 zoals vermeld op de bladzijden 48 en 49 van de op 4 juni 2013 verstrekte gegevens, waarop het rapport Galtier van mei 2011 is gebaseerd. Op bladzijde 10 bevestigt Galtier op de hoogte te zijn geweest van dit bedrijfsplan. In dit stadium van de procedure hebben de Belgische autoriteiten dit plan niet aan de Commissie doen toekomen. Zij hebben slechts documenten overgelegd die vergelijkbaar zijn met een marktstudie en het rapport Galtier van mei 2011 over de waardering van de activa.
- (183) Met betrekking tot de aankoop van de aandelen van Duferco Trebos hebben de Belgische autoriteiten een op basis van het bedrijfsplan opgesteld rapport overgelegd, maar niet het bedrijfsplan zelf. Het rapport heeft alleen betrekking op de bedrijfswaarde van de materiële en immateriële activa van Trebos. De Commissie is van oordeel dat de waarde van de onderneming niet kan worden bepaald op basis van dit document.
- (184) Met betrekking tot de voorraden hebben de Belgische autoriteiten een bewijs van de betaling van [50-70]* miljoen EUR verstrekt, alsook de factuur en een document waarin de marktwaaarde van de voorraden is vermeld. Volgens de Belgische autoriteiten moet uit dit laatste document blijken dat Duferco Long Products een goede zaak heeft gedaan, omdat de reële waarde van de voorraden op [50-70]* miljoen EUR waren gewaardeerd. De Commissie stelt vast dat dit document een boekwaarde van de voorraden lijkt aan te geven, dat niet wordt vermeld hoe de marktwaaarde van de voorraden is berekend, dat er geen enkele datum in voorkomt en dat niet is aangegeven vanwaar de gegevens afkomstig zijn.
- (185) Met betrekking tot de [30-40]* miljoen EUR hebben de Belgische autoriteiten het bestaan van verschillende bedrijfsplannen vermeld, maar hebben zij er slechts één overgelegd. De Commissie kan in dit stadium derhalve niet uitsluiten dat deze inbreng van [30-40]* miljoen EUR een voordeel voor Duferco Long Products inhoudt.

4.1.5. Conclusie over het bestaan van staatssteun ten gunste van Duferco

- (186) Aangezien de Commissie in dit stadium van de procedure en op basis van de gegevens waarover zij beschikt, van oordeel is dat i) de betrokken maatregelen uit staatsmiddelen zijn gefinancierd, ii) zij een voordeel verschaffen, iii) zij selectief zijn, en iv) zij de mededinging tussen de lidstaten ongunstig kunnen beïnvloeden, concludeert zij in dit stadium van de analyse dat de maatregelen staatssteun kunnen vormen die aan de Commissie had moeten worden gemeld overeenkomstig artikel 108, lid 2, VWEU.
- (187) De Commissie is dan ook van oordeel dat België de steun bij haar had moeten aanmelden. De Belgische autoriteiten hebben de standstill-bepaling van artikel 3 van Verordening (EG) nr. 659/1999 van 22 maart 1999 en van artikel 108, lid 3, VWEU bijgevolg niet in acht genomen.

⁽¹⁾ Communautaire richtsnoeren inzake staatssteun ter bevordering van risicokapitaalinvesteringen in kleine en middelgrote ondernemingen, PB C 194 van 18.8.2006, blz. 2.

⁽²⁾ Verzoek om gegevens van 29 november 2011 en 29 juni 2012; bijeenkomst van 6 mei 2013.

4.2. Verenigbaarheid van de steunmaatregelen met de Interne Markt

- (188) Het verbod op staatssteun is noch absoluut, noch onvoorwaardelijk. Met name artikel 107, leden 2 en 3, VWEU, vormt een rechtsgrondslag op grond waarvan bepaalde steunmaatregelen als verenigbaar met de interne markt kunnen worden beschouwd.
- (189) België heeft echter geen argumenten voor de verenigbaarheid van de onderzochte maatregelen aangevoerd. De Commissie merkt van haar kant op dat de afwijkingen van artikel 107, lid 2, VWEU duidelijk niet van toepassing zijn. Alleen de afwijkingen van artikel 107, lid 3, onder a) en c), kunnen eventueel relevant zijn. In artikel 107, lid 3, onder a), is namelijk bepaald dat steunmaatregelen ter bevordering van de economische ontwikkeling van streken waarin de levensstandaard abnormaal laag is of waar een ernstig gebrek aan werkgelegenheid heerst, door de Commissie als verenigbaar met de interne markt kunnen worden beschouwd. In artikel 107, lid 3, onder c), is dan weer bepaald dat steunmaatregelen om de ontwikkeling van bepaalde vormen van economische bedrijvigheid of van bepaalde regionale economieën te vergemakkelijken, als verenigbaar met de interne markt kunnen worden beschouwd, mits de voorwaarden waaronder het handelsverkeer plaatsvindt daardoor niet zodanig worden veranderd dat het gemeenschappelijk belang wordt geschaad.
- (190) Er lijken echter geen kaderregelingen of richtsnoeren van de Commissie betreffende verenigbaarheidscriteria voor staatssteun te zijn die op het onderhavige geval kunnen worden toegepast. De steun kan ook niet als regionale steun worden aangemerkt, aangezien in de toepasselijke teksten is bepaald dat dergelijke steunmaatregelen in de ijzer- en staalsector niet verenigbaar zijn met de interne markt ⁽¹⁾.
- (191) Bovendien lijken de maatregelen nrs. 1, 2, 4 en 5 exploitatiesteun — en geen steun ten behoeve van initiële investeringen — te vormen. De maatregelen nrs. 3 en 6 lijken ook onder deze categorie te vallen. Hoewel de ondernemingen waarin FSIH investeert, via de maatregelen nrs. 3 en 6 indirect tot doel hebben bepaalde investeringen te verwezenlijken, kan de Commissie deze investeringen in dit stadium namelijk niet als initiële investeringen in de zin van de richtsnoeren inzake regionale steun aanmerken ⁽²⁾.
- (192) De Commissie staat doorgaans echter geen exploitatiesteun toe, omdat dergelijke steun het over het algemeen niet mogelijk maakt één van de in artikel 107 VWEU, leden 2 en 2, erkende doelstellingen van algemeen belang te verwezenlijken. Dit soort steun verschaft een onvoorwaardelijk economisch voordeel ten behoeve van een investering van de onderneming, en heeft uitsluitend tot gevolg dat de onderneming wordt bevrijd van een deel van haar normale lasten.

Conclusie over de verenigbaarheid met de interne markt

- (193) De Commissie heeft ernstige twijfels omtrent de verenigbaarheid van de onderzochte maatregelen met de interne markt.

V. SAMENVATTING VAN DE TWIJFELS VAN DE COMMISSIE

- (194) Ten eerste betwijfelt de Commissie dat FSIH heeft gehandeld als een particulier investeerder toen zij, via Duferco Industrial Investment, op 14 juni 2006 een optie heeft toegekend aan de Duferco-groep waarmee deze de helft van de aandelen van Duferco US kon verwerven.
- (195) Ten tweede betwijfelt de Commissie dat FSIH heeft gehandeld als een particulier investeerder toen zij op 14 juni 2006, via [[bedrijf dat op dat moment in bezit was van DPH]*, haar aandelen in DPH aan de Duferco-groep heeft verkocht.
- (196) Ten derde betwijfelt de Commissie dat FSIH heeft gehandeld als een particulier investeerder toen zij in DSIH heeft geïnvesteerd.
- (197) Ten vierde betwijfelt de Commissie, gelet op de onvolledige gegevens die tot dusver door de Belgische autoriteiten zijn verstrekt, dat de door FSIH aan [hoofd vov de groep]* en SIF verstrekte leningen geen steunelementen bevatten.
- (198) Tot slot uit de Commissie twijfels over de verenigbaarheid van de kapitaalverhoging ten bedrage van 100 miljoen EUR in Duferco Long Products met het beginsel van de particuliere investeerder in een markteconomie.

⁽¹⁾ Zie punt 8 van de richtsnoeren inzake regionale steunmaatregelen 2007-2013, PB C 54 van 4 maart 2006, blz. 13. Zie, voor de periode vóór 2007, punt 27 van de richtsnoeren inzake staatssteun betreffende de multisectorale kaderregeling betreffende regionale steun voor grote investeringsprojecten, PB C 70 van 19.3.2002, blz. 8.

⁽²⁾ Een initiële investering wordt daar gedefinieerd als „een investering in materiële en immateriële activa ten behoeve van de oprichting van een nieuwe vestiging, de uitbreiding van een bestaande vestiging, diversificatie van de productie van een vestiging naar nieuwe, additionele producten, een fundamentele verandering in het totale productieproces van een bestaande vestiging”.

- (199) De Commissie verzoekt de Belgische autoriteiten alle nuttige gegevens te verstrekken om het staatssteunkarakter van deze maatregelen en in voorkomend geval de verenigbaarheid ervan met de interne markt volledig te kunnen beoordelen.
- (200) Met name met betrekking tot de onderzochte maatregel nr. 1 zou de Commissie alle gegevens en analyses betreffende Duferco US en Farrell willen ontvangen die een particuliere marktdeelnemer in aanmerking zou hebben genomen voor de waardering van zijn participatie per 14 juni 2006. Aan de hand van deze gegevens en analyses moet de waarde van Duferco US per 14 juni 2006 kunnen worden berekend volgens de in het kader van financiële analyses algemeen aanvaarde methoden (bijvoorbeeld de zogenoemde methode van het veelvoud van de EBITDA, de zogenoemde methode van de „Discounted Cash Flow Analysis”, enz.)
- (201) België wordt eveneens verzocht de statuten van SOGEPA, evenals een kopie van de relevante uittreksels uit alle notulen van de raden van bestuur van SOGEPA en FSIH met betrekking tot de onderzochte maatregelen en ten slotte de jaarverslagen van SOGEPA en FSIH over de jaren 2003 tot en met 2011, aan de Commissie toe te zenden. Voorts zou de Commissie een kopie willen ontvangen van de notulen van de raad van bestuur van SOGEPA van 21 maart 2003, waarvan een uittreksel bij de oprichtingsakte van FSIH is gevoegd.
- (202) Tot slot zou de Commissie inzage willen krijgen in i) het plan voor een joint venture binnen DSIH met Duferco Diversification dat door de raad van bestuur van FSIH in 2006 is goedgekeurd (onderzochte maatregel nr. 3) en in ii) het bedrijfsplan en alle voorbereidende documenten die zijn voorafgegaan aan de investering in Duferco Long Products (onderzochte maatregel nr. 6).

VI. BESLUIT

- (203) Gelet op het voorafgaande verzoekt de Commissie België in het kader van de procedure van artikel 108, lid 2, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie om binnen één maand vanaf de datum van ontvangst van dit schrijven zijn opmerkingen te maken en alle dienstige inlichtingen te verstrekken voor de beoordeling van de steunmaatregelen. Zij verzoekt uw autoriteiten onverwijld een afschrift van deze brief aan de potentiële begunstigden van de steunmaatregel te doen toekomen.
- (204) De Commissie wijst België op de schorsende werking van artikel 108, lid 3, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie. Zij verwijst naar artikel 14 van Verordening (EG) nr. 659/1999 van de Raad volgens hetwelk elke onrechtmatige steun van de begunstigde kan worden teruggevorderd.
- (205) Voorts deelt de Commissie België mee dat zij de belanghebbenden door de bekendmaking van dit schrijven en van een samenvatting ervan in het Publicatieblad van de Europese Unie in kennis zal stellen. Tevens zal zij de belanghebbenden in de lidstaten van de EVA die partij zijn bij de EER-Overeenkomst door de bekendmaking van een mededeling in het EER-Supplement van het Publicatieblad in kennis stellen, alsmede de Toezichthoudende Autoriteit van de EVA door haar een afschrift van dit schrijven te zenden. Alle bovengenoemde belanghebbenden zal worden verzocht hun opmerkingen te maken binnen één maand vanaf de datum van deze bekendmaking.”
-