

DECISÃO (UE) 2016/2041 DA COMISSÃO**de 20 de janeiro de 2016****relativa aos auxílios estatais SA.33926 2013/C (ex 2013/NN, 2011/CP) concedidos pela Bélgica a favor da Duferco***[notificada com o número C(2016) 94]***(Apenas fazem fé os textos nas línguas francesa e neerlandesa)****(Texto relevante para efeitos do EEE)**

A COMISSÃO EUROPEIA,

Tendo em conta o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, nomeadamente o artigo 108.º, n.º 2, primeiro parágrafo, ⁽¹⁾

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

Após ter convidado os interessados a apresentarem as suas observações em conformidade com os referidos artigos ⁽²⁾ e tendo em conta essas observações,

Considerando o seguinte:

1. PROCEDIMENTO

- (1) Em 21 de novembro de 2011, o jornal «Le Soir» publicou uma série de artigos segundo os quais a Região da Valónia ⁽³⁾ tinha concedido apoio financeiro ao grupo siderúrgico Duferco («Duferco» ou «grupo Duferco»), desde 2003, sem ter informado a Comissão. De acordo com o diário belga, a Região da Valónia teria criado, em março de 2003, uma nova *holding* financeira, a Foreign Strategic Investment Holding («FSIH»), filial da Société Wallonne de Gestion et de Participations («SOGEPA»), para investir em sociedades do grupo Duferco com sede fora da Bélgica, e mesmo da União.
- (2) Na sequência dessas informações, a Comissão solicitou à Bélgica, por carta de 29 de novembro de 2011, que lhe fornecesse informações complementares sobre a natureza do apoio financeiro que a Região da Valónia teria concedido ao grupo Duferco entre 2003 e 2011.
- (3) Por carta de 14 de dezembro de 2011, a Bélgica solicitou um prazo suplementar de resposta, que lhe foi concedido em 16 de dezembro de 2011. A Bélgica respondeu ao pedido de informações da Comissão em 4 de janeiro de 2012. Por carta de 29 de junho de 2012, a Comissão solicitou informações adicionais. A Bélgica solicitou um prazo suplementar de resposta, que lhe foi concedido em 18 de julho de 2012. Respondeu em 28 de setembro de 2012.
- (4) Em 6 de maio de 2013, realizou-se uma reunião nas instalações da Comissão, entre esta, por um lado, e as autoridades belgas e os representantes da SOGEPA e da FSIH, por outro.
- (5) Em 4 e 10 de junho de 2013, bem como em 15 e 30 de julho de 2013, a Bélgica enviou informações complementares à Comissão.
- (6) Uma nova reunião teve lugar nas instalações da Comissão, em 30 de setembro de 2013, entre a Comissão e os representantes da SOGEPA e da FSIH.
- (7) Por carta de 16 de outubro de 2013, a Comissão informou a Bélgica da sua decisão de dar início ao procedimento previsto no artigo 108.º, n.º 2, do TFUE relativamente a estas medidas («procedimento formal de apreciação»).

⁽¹⁾ Com efeitos a partir de 1 de dezembro de 2009, os artigos 87.º e 88.º do Tratado CE passaram a ser os artigos 107.º e 108.º, respetivamente, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia («TFUE»). Em ambos os casos, as disposições são substancialmente idênticas. Para efeitos da presente decisão, as referências aos artigos 107.º e 108.º do TFUE devem ser entendidas, se aplicável, como referências aos artigos 87.º e 88.º do Tratado CE. O TFUE introduziu também algumas mudanças terminológicas, como a substituição de «Comunidade» por «União», «mercado comum» por «mercado interno» e «Tribunal de Primeira Instância» por «Tribunal». Na presente decisão, utiliza-se a terminologia do TFUE.

⁽²⁾ JO C 120 de 23.4.2014, p. 51.

⁽³⁾ Doravante, a Comissão referir-se-á à «Bélgica» em vez de «a Região da Valónia» (a menos que de outra forma exigido pelo contexto), tendo sido feita a correspondência com o Estado-Membro visado no procedimento e destinatário da presente decisão.

- (8) A decisão da Comissão de dar início ao procedimento («decisão de início do procedimento») foi publicada no *Jornal Oficial da União Europeia* ⁽⁴⁾. A Comissão convidou as partes interessadas a apresentarem as suas observações sobre as medidas em causa.
- (9) A Comissão recebeu as observações da Bélgica em 11 de dezembro de 2013 após esta ter obtido um prazo suplementar. Recebeu igualmente observações das partes interessadas em 23 e 24 de junho de 2014, após ter também concedido um prazo suplementar. Transmitiu essas informações à Bélgica em 3 e 18 de julho de 2014, dando-lhe a possibilidade de as comentar, tendo recebido as suas observações por cartas de 1 e 18 de agosto de 2014.
- (10) Por carta de 28 de janeiro de 2015, a Comissão solicitou informações complementares à Bélgica. Esta pediu um prazo suplementar para responder, prazo que lhe foi concedido em 25 de fevereiro de 2015. A Bélgica enviou a sua resposta à Comissão em 8 de abril de 2015.
- (11) Por carta de 18 de maio de 2015, a Comissão solicitou novas informações complementares. A Bélgica respondeu em 2 de junho de 2015.
- (12) Em 15 de setembro de 2015, foi enviado um último pedido de informação à Bélgica. Esta solicitou um prazo suplementar de um mês para responder, que lhe foi concedido em 28 de setembro de 2015. Por carta de 23 de outubro de 2015, a Bélgica enviou a sua resposta à Comissão.

2. DESCRIÇÃO PORMENORIZADA DAS MEDIDAS

2.1. O BENEFICIÁRIO

- (13) O grupo Duferco produz e vende aço. Está presente em cerca de cinquenta países em todo o mundo. Na Europa, o grupo concentra-se na Bélgica (cerca de 3 000 empregados em 2009 e uma dezena de instalações na Valónia) e em Itália (cerca de 1 300 empregados em 2009). Está também ativo na Suíça, no Luxemburgo, em França e na antiga República jugoslava da Macedónia.
- (14) A Duferco estabeleceu-se na Bélgica a partir de 1997, tendo recuperado a Forges de Clabecq, em grandes dificuldades financeiras, com o apoio da Região da Valónia (tomada de participação de 8,75 milhões de EUR e um empréstimo de 13,75 milhões de EUR) ⁽⁵⁾. Em 1999, a Duferco readquire ao grupo Hoogovens as Usines Gustave Boël em La Louvière, sempre com o apoio da Região da Valónia (conversão de um crédito de 12,5 milhões de EUR em 25 % do capital e empréstimo de 25,3 milhões de EUR) ⁽⁶⁾. Em 2002, a Duferco retoma a linha a quente de Charleroi, posteriormente, a Carsid, em cooperação com a Usinor e, mais uma vez, com o apoio da Região da Valónia (participação da SOGEPa no capital da Carsid no montante de 20 milhões de EUR, tendo posteriormente sido reduzida para 9 milhões de EUR na sequência da decisão de início do procedimento ⁽⁷⁾ do procedimento previsto no artigo 6.º, n.º 5, da Decisão n.º 2496/96/CECA da Comissão) ⁽⁸⁾. Este procedimento terminou em 15 de outubro de 2003 ⁽⁹⁾ com uma decisão negativa da Comissão, uma vez que não se pode considerar *pari passu* um investimento numa nova empresa quando só o acionista público assume um novo risco e o acionista privado apenas transfere uma atividade ou um projeto existente para a nova sociedade.
- (15) Na sequência desta série de aquisições, a Duferco possui três filiais principais na Bélgica: Duferco Clabecq, Duferco La Louvière («DLL») e Carsid.
- (16) Em 2006, a Duferco estabelece uma parceria estratégica com o grupo siderúrgico russo Novolipetsk («NLMK»). Esta parceria visa tirar partido da presença do NLMK a montante da cadeia do aço (fornecimento de matérias-primas e fabrico de produtos semiacabados). Assume a forma de uma participação de 50 % do NLMK numa das *holdings* do grupo Duferco, denominada Steel Invest & Finance («SIF») e registada no Luxemburgo. A SIF reúne vários ativos do grupo Duferco, nomeadamente Duferco Clabecq, DLL e Carsid. A filial americana Duferco Farrell Corporation é-lhe igualmente associada no final de 2006. Em 18 de dezembro de 2006, é avalizado o acordo entre a Duferco e o NLMK. Este adquire uma participação de 50 % na SIF, incluindo uma opção de compra incondicional de pelo menos uma ação da SIF.

⁽⁴⁾ Ver nota 2.

⁽⁵⁾ Decisão da Comissão de 25 de novembro de 1997 no processo N 680/97, Bélgica — Participação financeira da Região da Valónia na empresa «Duferco Belgique SA».

⁽⁶⁾ Decisão da Comissão de 26 de maio de 1999 no processo N 246/99, Bélgica — Participação financeira das autoridades públicas belgas a favor da empresa HUGB (aço CECA).

⁽⁷⁾ JO C 95 de 19.4.2002, p. 2.

⁽⁸⁾ Decisão n.º 2496/96/CECA da Comissão, de 18 de dezembro de 1996, que cria normas comunitárias para os auxílios à siderurgia (JO L 338 de 28.12.1996, p. 42).

⁽⁹⁾ Decisão 2005/137/CE da Comissão, de 15 de outubro de 2003, relativa à participação financeira da Região da Valónia na empresa Carsid SA (JO L 47 de 18.2.2005, p. 28).

- (17) No verão de 2011, termina a parceria entre a Duferco e o NLMK. As duas empresas dividem os ativos da SIF. A Duferco retoma o setor «produtos longos» da DLL, algumas atividades de diversificação e os ativos da Carsid. Todos estes ativos belgas são reunidos numa nova filial, a Duferco Long Products («DLP»), sociedade de direito luxemburguês constituída em março de 2011.
- (18) Em 2012, as instalações da Carsid encerram definitivamente. Em 2013, a Duferco decide cessar as atividades de produção «produtos longos» nas instalações de La Louvière.
- (19) A consolidação do grupo Duferco é efetuada a partir da empresa-mãe Duferco Participations Holding («DPH»). Entre 2003 e 2010, os fundos próprios da DPH passaram de [...] (*) milhões de EUR em 2003 para [...] milhões de EUR.
- (20) No início, a DPH estabeleceu-se em [...], mas, posteriormente, deslocou-se para [...]. A DPH é ela própria detida por outras sociedades: [...].

2.2. AS MEDIDAS EM ANÁLISE

- (21) Entre 2003 e 2011, a FSIH realizou seis intervenções a favor das filiais da Duferco num total de 517 milhões de EUR.

2.2.1. ORIGEM DOS RECURSOS QUE SERVIRAM PARA FINANCIAR AS MEDIDAS

- (22) A SOGEPA é uma sociedade anónima de capitais públicos, detida a 100 % pela Região da Valónia. É responsável por assegurar a aplicação das decisões do Governo da Valónia em matéria de intervenção nas sociedades comerciais e a gestão dessas intervenções. Além disso, é o instrumento privilegiado da política da Região da Valónia no setor da siderurgia. Nasceu da fusão, em 1999, da Société Wallonne pour la Sidérurgie (SWS) e da sociedade para a gestão das participações da Região da Valónia nas empresas comerciais (SOWAGEP).
- (23) Segundo o sítio Internet da SOGEPA, para as intervenções realizadas a pedido do Governo da Valónia, a SOGEPA executa dois tipos de tarefas específicas: i) análise e formulação de um parecer prévio a uma eventual decisão do Governo da Valónia; ii) execução e acompanhamento das decisões tomadas pelo Governo da Valónia. No âmbito da execução das decisões do Governo da Valónia, os serviços da SOGEPA são chamados a negociar e a elaborar acordos de acionistas e/ou de empréstimo, respeitando as condições eventualmente especificadas na decisão governamental de intervenção.
- (24) O acompanhamento das intervenções implica, em princípio, a presença da SOGEPA e dos seus colaboradores nos conselhos de administração das empresas objeto de intervenção, ora na qualidade de administradora, ora como observadora. Implica igualmente a participação nas assembleias gerais e, de um modo geral, o acompanhamento regular dos interesses da Região da Valónia.
- (25) O Governo da Valónia nomeia os administradores da SOGEPA. Designa também dois comissários do Governo.
- (26) Em 27 de março de 2003, a SOGEPA constituiu a FSIH com um capital de 180 milhões de EUR. De acordo com o ato de constituição, a FSIH tem «por objetivo investir, sob qualquer forma, em empresas estrangeiras ligadas ao setor siderúrgico e/ou celebrar com estas todo o tipo de operações financeiras». Para esse efeito, a FSIH «poderá nomeadamente promover qualquer tipo de colaboração entre estas empresas e as empresas da Valónia».
- (27) Os membros do Conselho de Administração da FSIH são nomeados pela Assembleia Geral e, portanto, pela SOGEPA. Realizou-se uma Assembleia Geral em 27 de março de 2003, logo após a constituição da FSIH, que conduziu à nomeação dos administradores e do presidente do Conselho de Administração. O presidente nomeado foi o mesmo que o da SOGEPA. Esta acumulação de cargos durou até 31 de março de 2013.

2.2.2. MEDIDA 1: PARTICIPAÇÃO NA DUFERCO US (09/04/2003 — 12/12/2006)

- (28) A Duferco US Investment Corp. («Duferco US») é uma *holding* que detém 100 % de uma só empresa, a saber, a Duferco Farrell Corp. («Farrell»). Antes da medida em análise, 99,8 % da Duferco US pertencia ao grupo Duferco, através de uma das suas filiais industriais — a Duferco Industrial Investment («DII»).

(*) Informação confidencial.

- (29) A Farrell é uma empresa siderúrgica estabelecida na Pensilvânia (Estados Unidos). Produz aços laminados a quente e a frio.
- (30) Em 9 de abril de 2003, a FSIH comprou metade das ações, menos uma, da Duferco US pelo montante de 97,22 milhões de USD dos Estados Unidos (dólares), ou seja, 90 milhões de EUR. A DII continuava proprietária da outra metade das ações, menos uma. As duas ações restantes estavam guardadas numa entidade de finalidade especial (EFE) encarregada de as manter congeladas durante a vigência da parceria entre a FSIH e a DII. No mesmo dia, a FSIH adquiriu por 5 milhões de EUR uma opção de compra que lhe permite obter as duas ações da referida entidade e, por conseguinte, ganhar o controlo da Duferco US; esta opção, contudo, nunca foi exercida.
- (31) Antes de adquirir, em 2003, através da FSIH, metade das ações menos uma da Duferco US, a SOGEPA já tinha calculado o valor de Farrell. Segundo a empresa de consultoria britânica Hatch Beddows, o valor médio prudente da Farrell era, pois, de 330 milhões de USD. Um estudo complementar foi igualmente realizado pela World Steel Dynamics, consultor americano, que estimou o valor da Farrell em 410 milhões de USD. A comparação entre estas duas análises indica um valor médio para a Farrell de 375 milhões de USD. Em EUR, este valor médio seria de, aproximadamente, 345,5 milhões segundo a média mensal da taxa de câmbio USD-EUR, em abril de 2003.
- (32) Em 2005, a FSIH recebeu um dividendo de 2,5 milhões de USD relativo ao exercício encerrado em 30 de setembro de 2004. Nas suas observações, a Bélgica especificou que o dividendo foi recebido em 23 de junho de 2005. De acordo com a média anual da taxa de câmbio USD-EUR em 2005, este dividendo equivale a cerca de 2,01 milhões de EUR.
- (33) Tal como acontece com um elevado número de indústrias transformadoras, os resultados da Farrell podiam ser diretamente influenciados pelo preço de compra dos seus produtos (brames). Em 15 de setembro de 2005, para reduzir a volatilidade dos seus resultados, a Farrell assinou com a Duferco um contrato de fornecimento de brames. Este contrato estipula que a Duferco deve fornecer brames à Farrell a um preço definido contratualmente, de modo a que a margem da Farrell se mantenha num dado intervalo de variação ([...]).
- (34) Em 1 de janeiro de 2006, foi celebrado um acordo entre o grupo Duferco e o grupo [...]. Segundo esse contrato, a [...] fornecia à Duferco brames a um preço calculado como sendo i) o preço de venda dos produtos acabados da Farrell, ii) menos os custos de transformação pela Farrell, iii) acrescidos de uma margem. Esse contrato permitia cobrir, ao nível do grupo Duferco, o risco que tinha sido transferido da Farrell para esse grupo na sequência do acordo de 15 de setembro de 2005.
- (35) Em 2006, a FSIH decidiu rever a oportunidade da sua participação na Duferco US. Assim, em 14 de junho de 2006, a DII e a FSIH concordaram que a primeira teria a opção de compra da totalidade das ações detidas pela FSIH no montante de 95 milhões de EUR. Aparentemente, esta opção foi concedida sem recompensa.
- (36) Esta opção de compra inseria-se igualmente no contexto da negociação da parceria estratégica entre a Duferco e o NLMK. Tratava-se, efetivamente, de a Duferco US entrar no perímetro da SIF.
- (37) Em 12 de dezembro de 2006, na sequência do exercício desta opção de compra pela [...], empresa do grupo Duferco que tinha sucedido à DII em matéria de direitos e obrigações referentes à presente medida, a FSIH desvinculou-se da Duferco US. Consequentemente, em 12 de dezembro de 2006, o grupo Duferco voltou a ser proprietário de pleno direito da Duferco US pelo montante de 125,85 milhões de USD (95 milhões de EUR). Em 18 de dezembro de 2006, 50 % das ações da SIF eram cedidas ao NLMK.

2.2.3. MEDIDA 2: PARTICIPAÇÃO NA DPH (9/04/2003-14/06/2006)

- (38) Em 9 de abril de 2003, a FSIH adquiriu junto da [empresa que, nessa altura, controlava a DPH], com sede em [...], atualmente em [...], cerca de 25 % do capital da DPH, bem como uma ação privilegiada («preferred share»), que conferem direito preferencial aos dividendos. A FSIH tinha previamente solicitado à consultora Ernst & Young uma avaliação do valor da DPH. Com base nessa avaliação, o valor de 25 % de DPH situava-se entre [...] e [...] milhões de USD, ou seja, um valor médio de [...] milhões de USD. O preço da transação entre a FSIH e a [empresa que, nessa altura, controlava a DPH] será, afinal, de 86,42 milhões de USD, ou seja, cerca de 80 milhões de EUR, de acordo com a média mensal da taxa de câmbio USD-EUR, em abril de 2003.
- (39) As partes concordaram que, em virtude de deter uma ação privilegiada, a FSIH disporia de um direito preferencial aos dividendos da DPH nos seguintes termos: i) concessão de 2 milhões de EUR por cada um dos exercícios de 2003 e 2004; ii) concessão de um montante de 4 milhões de EUR por cada um dos exercícios subsequentes, até 2012.

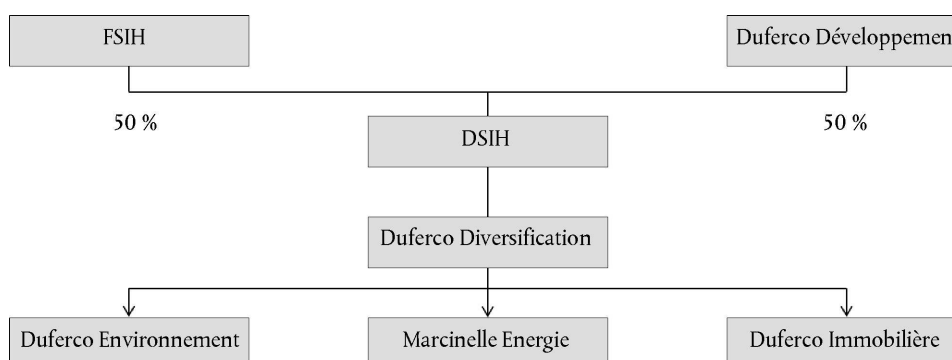
- (40) Em janeiro de 2005, a FSIH auferiu, assim, um dividendo de 4 milhões de EUR relativos aos exercícios de 2003 e 2004. Aparentemente, não foram pagos quaisquer dividendos relativos ao exercício de 2005. O exercício de 2006 não estava encerrado antes de a FSIH revender a sua participação.
- (41) Em 2006, a FSIH quis desvincular-se da DPH. Na perspetiva da sua saída, voltou a mandar a Ernst & Young para que avaliasse a sua participação de 25 % na DPH. O relatório da Ernst & Young de 2006 («relatório Ernst & Young 2006») avalia a participação de 25 % entre [...] e [...] milhões de USD, ou seja, cerca de [...] e [...] milhões de EUR, de acordo com a média anual da taxa de câmbio USD-EUR em 2006.
- (42) As partes não aceitaram a avaliação feita no relatório da Ernst & Young 2006. Com efeito, em 14 de junho de 2006, a FSIH vendeu a sua participação por [...] milhões de USD, ou seja, [...] milhões de EUR à [empresa que, nessa altura, controlava a DPH].

2.2.4. MEDIDA 3: PARTICIPAÇÃO NA DSIH (14.12.2006)

- (43) Além da siderurgia, a Duferco desenvolveu na Bélgica atividades de diversificação, que, em setembro de 2006, foram reagrupadas numa nova filial associada à SIF: a Carsid Développement. Em dezembro de 2006, poucos dias antes de a SIF deixar de ser parcialmente controlada pelo NLMK, é decidido retirar a Carsid Développement do perímetro da parceria com a sociedade russa.
- (44) A Duferco alia-se então à FSIH para retomar e desenvolver os ativos da Carsid Développement. Em 29 de novembro de 2006, é criada uma nova sociedade, a [...], para receber esses ativos. Aquando da sua criação, o seu acionista chama-se [...] e o seu capital social inicial é de [...] milhões de EUR (subscrito, mas não realizado, à exceção de uma ação, no valor nominal de um euro). Mas desde a primeira reunião, em 7 de dezembro de 2006, o Conselho de Administração da [...] aceita a transferência da ação existente de [...] para a FSIH. Aceita, seguidamente, que uma filial do grupo Duferco, a Duferco Développement, subscreva uma ação com o valor nominal de um euro. O Conselho de Administração decide ainda alterar a denominação social da empresa para Duferco Salvage Investments Holding («DSIH»). Em 7 de dezembro, a FSIH e a Duferco possuem, portanto, uma nova filial comum, a DSIH, pronta a receber os ativos da Carsid Développement.
- (45) Em 11 e 14 de dezembro de 2006, a FSIH e a Duferco Développement aumentam cada uma o capital da DSIH para [65-72] milhões de EUR, o que corresponde a uma participação de 50 %, em dinheiro. Esses fundos destinam-se à reacquisição da totalidade das ações da Carsid Développement, ocorrida em 14 de dezembro de 2006, pelo montante de [...] milhões de EUR. A Carsid Développement passa a chamar-se Duferco Diversification.
- (46) A Duferco Diversification detém, por conseguinte, 100 % de três empresas, a saber: a Duferco Environnement, a Duferco Immobilière e a Marcinelle Energie. A Duferco Environnement acolhe, em particular, um projeto de saneamento de terrenos situados em [...] e que pertencem à Duferco Développement (projeto conhecido por [...]). A Duferco Immobilière reúne um conjunto de ativos imobiliários anteriormente detidos pela Carsid. Por último, a Marcinelle Energie tem por objetivo, em 2006, concluir a construção de uma central CCGT (central elétrica com turbina a gás de ciclo combinado, ou turbina a gás ou a vapor), em Charleroi.

Gráfico n.º 1

Empresas que participam na medida 3



- (47) Em 2008, 80 % do projeto da Marcinelle são vendidos à companhia de eletricidade italiana ENEL por [30-37] milhões de EUR.
- (48) Em 26 de março de 2010, a Duferco Développement subscreveu uma ação adicional da DSIH a qual, juntamente com 67 001 ações (contra 67 000 ações detidas pela FSIH), lhe garante o controlo maioritário da DSIH.
- (49) Em junho de 2011, na sequência do fim da parceria entre os grupos Duferco e NLMK, a Duferco e a FSIH decidiram concentrar todos os seus ativos valões, siderúrgicos e de diversificação numa filial nova e única: a DLP. Os ativos siderúrgicos provenientes do desmantelamento da SIF são associados à DLP através de uma filial denominada Duferco La Louvière Produits Longs («DLLPL», cf. medida 6). Quanto às atividades de diversificação, uma série de operações no verão de 2011 levou igualmente a que fossem integradas na DLP:
- [...].
- Na sequência destas operações, todos os ativos belgas da Duferco (incluindo os antigos ativos da DSIH) foram, por conseguinte, reagrupados na DLP, através da sua filial Duferco Belgium.

2.2.5. MEDIDAS 4 E 5: OS EMPRÉSTIMOS À [EMPRESA-MÃE DO GRUPO DUFERCO NESSA ALTURA] E À SIF, EM 2009

- (50) Em 2009, a FSIH concedeu um empréstimo no montante global de 100 milhões de EUR à [...], a empresa-mãe do grupo Duferco, por um período de seis anos. Na altura do empréstimo, esta empresa estava registada em [...]. Atualmente, é a empresa [...], empresa de direito [...].
- (51) Em primeiro lugar, nos termos de um acordo assinado em 4 de setembro de 2009, a FSIH concedeu um empréstimo no montante de [30-40] milhões de EUR. A taxa aplicável ao empréstimo foi fixada à taxa Euribor a 12 meses (1,302 %), acrescida de 75 pontos de base, ou seja, 2,052 %, no momento da celebração do acordo. Segundo as informações apresentadas pela Bélgica em 4 de junho de 2013, a taxa efetivamente aplicada foi de 2,04 %. O capital era reembolsável de uma só vez no seu termo, em 31 de dezembro de 2015, ou mais cedo em caso de mudança de controlo da SIF. Os juros do empréstimo eram capitalizáveis anualmente e pagos à data do vencimento sobre o saldo remanescente devido, a partir do sexto ano ou mais cedo em caso de mudança de controlo da SIF.
- (52) As cláusulas de reembolso em caso de mudança de capital da SIF, previstas no artigo 1.1 do contrato de empréstimo, foram introduzidas para ter em conta as cláusulas de opção de compra mútuas, negociadas pela Duferco e pelo NLMK a propósito da SIF, num acordo assinado em 1 de fevereiro de 2008. O acordo de 2008 previa, com efeito, que essa opção podia ser exercida a qualquer momento a partir de dezembro de 2010, com um custo de [...] milhões de USD. Nos termos do artigo 6.1 do contrato de empréstimo entre a FSIH e a [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura], em caso de mudança de controlo da SIF, o mutuário devia atribuir prioritariamente as verbas recebidas nessa ocasião ao reembolso integral do empréstimo concedido pela FSIH.
- (53) O empréstimo beneficiava de dois tipos de garantias:
- a obrigação a cargo da [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] de atribuir ao reembolso do empréstimo concedido pela FSIH as verbas provenientes da venda ao NLMK da participação da Duferco na SIF, na sequência do exercício de opção de compra previsto no acordo de 1 de fevereiro de 2008, e
- um penhor sobre [...] ações ordinárias da sociedade DPH.
- (54) Em dezembro de 2009, foi feito um aditamento ao contrato de empréstimo de 4 de setembro de 2009. Um novo empréstimo de [60-70] milhões de EUR foi concedido pela FSIH à [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura]. A taxa aplicável ao empréstimo foi igualmente fixada à taxa Euribor a 12 meses (1,302 %), acrescida de 75 pontos de base, ou seja, 2,052 %, no momento da celebração do contrato. De acordo com as informações apresentadas pela Bélgica em 4 de junho de 2013, aquando da disponibilização do empréstimo a taxa efetivamente aplicada foi de 1,99 %. No que respeita ao reembolso do empréstimo (capital e juros), são aplicáveis as mesmas condições que as previstas no contrato de 4 de setembro. Quanto às garantias, foram penhoradas mais [...] ações da DPH.
- (55) Segundo o relatório anual da Duferco de 2009, o valor total da garantia dos dois empréstimos correspondia a, aproximadamente, [...] milhões de USD. De acordo com a Bélgica, o valor da referida garantia correspondia a esse montante, se atendermos apenas ao ativo líquido no momento da concessão do empréstimo.

- (56) O empréstimo foi reembolsado antecipadamente em julho de 2011 devido à retoma da totalidade da SIF pelo NLMK.
- (57) Na mesma altura, nos termos de dois acordos assinados em 29 de setembro e em 22 de dezembro de 2009, a FSIH concedeu um empréstimo de 75 milhões de EUR à SIF. Este foi disponibilizado em duas frações: 20 milhões de EUR em setembro de 2009 e 55 milhões de EUR em dezembro de 2009. A taxa aplicável ao empréstimo foi fixada à taxa Euribor a 12 meses (1,302 %), acrescida de 75 pontos de base, ou seja, 2,052 %, no momento da celebração do contrato. De acordo com as informações apresentadas pela Bélgica em 4 de junho de 2013, aquando da disponibilização das duas frações a taxa efetivamente fixada era de 1,99 %.
- (58) O capital era reembolsável [...]. Os juros eram [...]. Por outro lado, nos termos do artigo 5.º do contrato de empréstimo, [...].
- (59) Em 29 de junho de 2011, as partes acordaram que, dada a situação negativa global do setor siderúrgico e a mudança de controlo da SIF, esta devia pagar o empréstimo, antecipadamente, em três prestações, repartidas pelos anos de 2011, 2012 e 2013. Em 30 de junho de 2011, a SIF reembolsou uma parte do capital, ou seja [15-25] milhões de EUR, bem como os juros devidos nessa data, ou seja, [1-2] milhões de EUR. O último aditamento, de 30 de setembro de 2013, prevê o reembolso antecipado do saldo restante em dívida, ou seja, [55-65] milhões de EUR em capital e [1-2] milhões de EUR em juros. Na sua resposta à decisão de início do procedimento, a Bélgica informou a Comissão de que o crédito da SIF no que respeita à FSIH foi totalmente reembolsado.

2.2.6. MEDIDA 6: AUMENTO DE CAPITAL DE 100 MILHÕES DE EUR NA DLP

- (60) No verão de 2011, a FSIH injetou um total de 100 milhões de EUR na DLP, o veículo de investimento de direito luxemburguês criado para receber os investimentos paralelos da FSIH e da Duferco, na Bélgica. Este investimento foi feito em duas fases.
- (61) Inicialmente, em 29 de junho de 2011, a FSIH concedeu um empréstimo convertível de 30 milhões de EUR à DLP, à taxa EURIBOR a 12 meses acrescida de 200 pontos de base (ou seja, $2,137 + 2 \% = 4,137 \%$). Este empréstimo foi celebrado por um período de dez anos. O empréstimo não foi acompanhado de qualquer garantia, tendo em conta o objetivo das partes de o converter em capital. A conversão do empréstimo em capital ocorreu, efetivamente, em 23 de setembro de 2011.
- (62) Em 7 de julho de 2011, a Duferco, através da sua filial DII, participou num aumento de capital de 101 milhões de EUR na DLP, equivalente a 50,26 % do capital social desta empresa.
- (63) Em 14 de julho de 2011, a FSIH concedeu 70 milhões de EUR à DLP através de um aumento de capital.
- (64) Na sequência do seu investimento, a FSIH detinha 49,74 % do capital social da DLP.
- (65) O aumento de capital de 201 milhões de EUR (100 milhões de EUR injetados pela FSIH e 101 milhões de EUR injetados pela Duferco) foi subscrito tendo em vista:
- i) a compra das ações da DLLPL e as de outra filial belga da Duferco, a Duferco Trebos, por, respetivamente, [80-100] milhões de EUR e [5-15] milhões de EUR. Estas operações correspondiam à vontade da Duferco e da FSIH, descrita anteriormente na medida 3, de reunir todos os ativos valões da Duferco na DLP, após terminar a parceria entre a Duferco e o NLMK;
 - ii) a compra das existências da Duferco La Louvière Sales ⁽¹⁰⁾ por [50-70] milhões de EUR;
 - iii) o investimento de [30-40] milhões de EUR na DLLPL, mais tarde Duferco Belgium, para a construção de uma nova instalação de vazamento contínuo.
- (66) Em dezembro de 2012, foi decidido dividir de novo as atividades siderúrgicas (na sua maioria extintas) e não-siderúrgicas da Duferco na Valónia. A Duferco Belgium mantém as atividades siderúrgicas, enquanto a nova filial da DLP acolhe as atividades de diversificação: a Duferco Wallonie. Na sequência destas reestruturações, o organograma do grupo apresenta a seguinte configuração:

Gráfico n.º 2

As empresas que participam na medida 6

[...]

⁽¹⁰⁾ A Duferco La Louvière Sales é uma sociedade controlada pela SIF.

3. RESUMO DAS DÚVIDAS LEVANTADAS NA DECISÃO DE INÍCIO DO PROCEDIMENTO

3.1. EXISTÊNCIA DE AUXÍLIO

3.1.1. MEDIDA 1

- (67) A Comissão recorda que as suas dúvidas não diziam respeito às condições em que a FSIH adquiriu a sua participação na Duferco US. Duvidava, isso sim, de que as condições em que a FSIH autorizara a cessação da sua participação na Duferco US estivessem em conformidade com o princípio do investidor privado numa economia de mercado. Para fundamentar as suas dúvidas, a Comissão apresentou diversos argumentos.
- (68) Em primeiro lugar, o preço de venda em EUR, em 2006, era igual ao preço de aquisição, em 2003, o que presume uma fraca rendibilidade durante o período de detenção. O que surpreendeu a Comissão, atendendo aos resultados positivos obtidos pela Duferco US entre 2003 e 2006 e o consequente aumento dos fundos próprios desta empresa. Neste contexto, a Comissão contestou a opinião da Bélgica, segundo a qual o rendimento da participação devia ser avaliado em dólares dos Estados Unidos (moeda funcional da Duferco US) e não em euros (moeda funcional da FSIH).
- (69) Seguidamente, a Comissão estranhou a ausência de uma avaliação anterior à fixação do preço do exercício da opção.
- (70) A Comissão questionou também os motivos da desvinculação da FSIH, nomeadamente a sua previsão de uma reviravolta na conjuntura nos anos vindouros. Neste sentido, a Comissão duvidou de que um investidor privado tivesse consentido num prazo da opção tão longo (quase 10 anos), ao mesmo tempo que alegava prever uma reviravolta a breve trecho na conjuntura. A Comissão observou ainda que os acordos de 2005 e 2006, celebrados com a Duferco e [...], respetivamente, diminuam a exposição da Duferco US às flutuações do mercado, contribuindo, por conseguinte, para aumentar a sua atratividade.
- (71) Por último, a Comissão admirou-se com o facto de a opção de compra ter sido concedida gratuitamente, quando possuía um valor económico inquestionável para o grupo Duferco, que podia exercê-la consoante a sua conveniência.

3.1.2. MEDIDA 2

- (72) A Comissão tinha dúvidas de que as condições em que a FSIH pusera termo à sua participação na DPH estivessem em conformidade com o princípio do investidor privado numa economia de mercado.
- (73) Além de contestar a utilização do dólar dos Estados Unidos para estimar a rendibilidade do investimento na DPH, a Comissão duvidava sobretudo da legitimidade do método de fixação do preço de cessão. Surpreendeu-se, sobretudo, com a diferença entre o preço acordado pelas partes e a avaliação independente realizada pela Ernst & Young, em 2006.
- (74) Com efeito, na fase de inquérito preliminar, a Bélgica tinha justificado esta diferença por terem sido consideradas cinco deduções. A Comissão duvidava de que estas deduções tivessem realmente sido tidas em conta na negociação entre a [empresa que, nessa altura, controlava a DPH] e a FSIH e, além dessa dúvida formal, questionou-se sobre o seu fundamento económico.
- (75) Por último, a Comissão interrogou-se sobre os motivos da desvinculação da FSIH.
- (76) Em conclusão, a Comissão avançou a ideia de que, longe de agir como um investidor privado, a FSIH tinha apenas procurado reaver o seu investimento inicial de 80 milhões de EUR, acrescido apenas dos dividendos no montante de 4 milhões de EUR relativos a 2005, mas que ainda não lhe tinham sido distribuídos.

3.1.3. MEDIDA 3

- (77) A Comissão duvidava de que as condições em que a FSIH investira na DSIH estivessem em conformidade com o princípio do investidor privado numa economia de mercado.
- (78) Em resposta à afirmação da Bélgica quanto ao caráter *pari passu* da operação, a Comissão fez notar que, à data do investimento, a DSIH já se encontrava sob controlo da Duferco, e que os ativos trazidos para esta nova filial eram, também eles, já detidos pela Duferco (50 %, através da SIF). Assim sendo, só o novo acionista (público) assumia novos riscos, pelo que a operação não podia ser considerada *pari passu*.

- (79) Relativamente à avaliação da Duferco Diversification e das suas filiais:
- A Comissão mostrou-se surpreendida que se pudesse querer oferecer um preço de [...] milhões de EUR a um projeto numa fase tão pouco avançada como era o caso do projeto [...].
 - A Comissão manifestou dúvidas quanto à avaliação do projeto Marcinelle, tendo em conta os pressupostos subjacentes.
- (80) Por último, a Comissão interrogou-se sobre as consequências para a FSIH da revenda da Duferco Diversification à DLP, em 2011, uma vez que a FSIH detinha apenas 49,7 % da DLP ao mesmo tempo que detinha todas as ações menos uma da DSIH.

3.1.4. MEDIDAS 4 E 5

- (81) A Comissão tinha dúvidas quanto à afirmação da Bélgica, segundo a qual a taxa fixada para os dois empréstimos não continha qualquer elemento de auxílio, uma vez que era largamente superior à taxa de juro variável média aplicada pelos bancos à [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] e ao grupo SIF, ou seja, 1,31 % e 1,92 %, respetivamente.
- (82) No que respeita ao empréstimo concedido à [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura], as informações transmitidas, à época, pela Bélgica não permitiam encontrar empréstimos privados com características semelhantes.
- (83) Quanto ao empréstimo concedido à SIF, a Comissão duvidou de que se pudesse considerar a empresa equivalente a uma empresa com a notação AAA, e mostrou-se surpreendida com a falta de garantias para este empréstimo.
- (84) Consequentemente, a Comissão considerou não estar em condições de excluir definitivamente a possibilidade de os empréstimos concedidos à [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] e à SIF conterem elementos de auxílio estatal.

3.1.5. MEDIDA 6

- (85) A Comissão manifestou dúvidas quanto à conformidade do aumento de capital de 100 milhões de EUR na DLP com o princípio do investidor privado numa economia de mercado.
- (86) A Comissão observou que, *a priori*, o investimento não podia ser considerado *pari passu*, uma vez que, no caso da Duferco, era feito numa sociedade já detida pelo grupo. Nestas condições, o acionista público e o acionista privado não assumiam os mesmos riscos, não podendo este ser considerado independente em função do investimento em questão.
- (87) No que se refere ao preço dos ativos para aquisição pela DLP, a Comissão duvidava, em particular, do método escolhido para avaliar a DLLPL, a Duferco Trebos e as existências resgatadas à Duferco La Louvière Sales.

3.2. COMPATIBILIDADE

- (88) A Comissão salientou que nenhum texto do enquadramento ou das orientações da Comissão relativos aos critérios de compatibilidade em matéria de auxílios estatais parecia poder aplicar-se às medidas em apreço. No que diz respeito à possibilidade de auxílios regionais em particular, os textos relevantes previam que esse auxílios no setor siderúrgico não eram compatíveis com o mercado interno.

4. OBSERVAÇÕES DA BÉLGICA

4.1. MEDIDA 1

- (89) No que respeita ao princípio do investidor privado numa economia de mercado, a Bélgica é de opinião que, tendo em conta o contexto particular em que a venda das ações da Duferco US foi levada a cabo, não se pode considerar que esta transação não tenha sido realizada ao preço de mercado.
- (90) A Bélgica observa, em primeiro lugar, que a moeda funcional da Duferco US, empresa estabelecida nos Estados Unidos, é o dólar dos Estados Unidos de acordo com a norma internacional de contabilidade IAS 21.9. Por conseguinte, a Comissão considera que o investimento da FSIH e o cálculo do seu rendimento devem ser analisados em dólares dos Estados Unidos e não em euros após conversão. Acrescenta que a FSIH assumiu o risco de não se proteger contra riscos das taxas de câmbio, na medida em que a sua cobertura era muito difícil de obter tendo em conta a natureza da operação, em especial devido à incerteza quanto à data da alienação do investimento. A Bélgica confirma, assim, que o rendimento do investimento, com base nos montantes expressos em dólares dos Estados Unidos, foi de 6,81 % por ano.

- (91) Seguidamente, a Bélgica contesta que o valor dos capitais próprios deva ser tido em conta na avaliação da Duferco US. Argumenta que, em primeiro lugar, o aumento dos capitais próprios, se, obviamente, tiver impacto no valor contabilístico da sociedade, não implica necessariamente um aumento do seu valor de mercado. Em segundo lugar, sublinha a forte volatilidade dos lucros da sociedade nos anos considerados pela Comissão. A este propósito, a Bélgica opõe-se à afirmação da Comissão segundo a qual o período 2003-2006 teria sido «globalmente um período de lucro» para a Duferco US e a Farrell.
- (92) Em vez de uma avaliação com base nos fundos próprios, a Bélgica sustenta que é conveniente utilizar uma metodologia de avaliação baseada num múltiplo do EBITDA (resultado antes de juros, impostos, depreciação e amortização). Contesta o valor do múltiplo utilizado pela Comissão fundamentada na base de dados independente da S&P Capital IQ. Argumenta que o múltiplo médio de empresas semelhantes à Duferco US (entre [...] e [...]) é inferior ao da Comissão ([...]). Daqui resulta uma avaliação inferior aos 49,9 % da Duferco US. O preço de cessão acordado pelas partes ([...] milhões de USD) seria, de acordo com a Bélgica, significativamente superior à avaliação da participação cedida ([...] milhões de USD se o múltiplo escolhido for de [...]) e [...] milhões de USD se o múltiplo for de [...]).
- (93) Seguidamente, para refinar o seu exercício de avaliação, a Bélgica volta atrás quanto à influência dos contratos de fornecimento celebrados pela Farrell, pela Duferco e pela [...], em setembro de 2005 e em janeiro de 2006. Alega que a estabilização do EBITDA da Farrell decorrente desses contratos, tendo como consequência uma redução do binário risco/retorno do investimento, justificava um preço de cessão da participação da FSIH na Duferco US entre [...] milhões de USD e [...] milhões de USD. Sublinha que o preço de cessão finalmente acordado ([...] milhões de USD) é significativamente superior a estas avaliações.
- (94) Por último, relativamente à desvinculação da FSIH, a Bélgica avança vários motivos: i) a celebração do acordo de fornecimento de brames com a [...] que, ao mesmo tempo que estabilizava os resultados, arriscava, contudo, restringir os potenciais ganhos da Duferco US; ii) as negociações em curso para a cedência de 50 % da SIF ao grupo NLMK, que previa a integração da Duferco US no âmbito da parceria com o grupo russo; iii) a perceção que a FSIH tinha, de uma reviravolta a breve trecho na conjuntura no mercado siderúrgico; iv) a existência de ampla liquidez dentro do grupo Duferco, o que criava uma janela de oportunidade para que a FSIH cedesse a sua participação na Duferco US.
- (95) Quanto ao preço e ao vencimento da opção de compra, a Bélgica alega que o preço da opção estava integrado no preço do exercício negociado, e que o prazo de quase dez anos se justificava devido à incerteza quanto à data de realização da operação prevista entre a Duferco e o NLMK.

4.2. MEDIDA 2

- (96) Em resposta à primeira dúvida da Comissão, a Bélgica insiste na necessidade de avaliar o investimento na DPH em dólares dos Estados Unidos e não em euros, sendo o dólar a moeda funcional da DPH. A utilização do dólar como moeda de referência permitia obter um rendimento anual de 8,81 % pela participação na DPH.
- (97) Quanto às restantes dúvidas da Comissão, a Bélgica justifica a diferença entre o preço de venda e o intervalo de variação apresentado no relatório da Ernst & Young 2006, por terem sido consideradas cinco deduções.

4.2.1. DEDUÇÃO N.º 1 — AVALIAÇÃO DA DIVISÃO TRADING DA DPH

- (98) A DPH é a empresa-mãe de duas grandes divisões: a divisão Trading (comércio) e a divisão Industry (produção). Em 29 de setembro de 2003, ou seja, alguns meses após a entrada da FSIH no seu capital, a DPH vendeu 50 % da participação da sua divisão Trading (Duferco International Trading Holding — [...]) à [...]. Esta venda foi feita com base no valor contabilístico da divisão Trading, no sentido em que o preço de venda foi calculado tendo em conta metade dos fundos próprios da Duferco International Trading Holding, ou seja, 40,83 milhões de USD ou 36,01 milhões de EUR, de acordo com a média anual da taxa de câmbio USD-EUR em 2003.
- (99) Segundo a Bélgica, este preço constitui um preço de mercado. Devia, pois, ser tido em conta, quando, cerca de três anos depois, todo o grupo foi avaliado. De acordo com a Bélgica, o relatório da Ernst & Young 2006, deveria ter tido em conta o valor contabilístico da divisão Trading e não, como foi o caso, ter aplicado a sua metodologia de avaliação — isto é, o método do rácio «price/earnings» — para todo o grupo. Pelo contrário, a Bélgica não levanta objeções a que a divisão Industry continue a ser avaliada segundo o método do rácio «price/earnings».

- (100) A avaliação da divisão Trading com a sua quantia escriturada determina a aplicação de uma dedução entre 20 e 31 milhões de USD sobre a avaliação do relatório da Ernst & Young 2006.
- (101) A Bélgica sublinha, por último, que, mesmo que se se pretendesse aplicar o método do rácio «price/earnings» à totalidade do grupo, o rácio utilizado pelo relatório da Ernst & Young 2006 não refletiria o perfil de risco da DPH. Com efeito, a escolha desse método não dispensa a avaliação, em separado, da divisão Trading e da divisão Industry, devendo ser utilizado um rácio diferente em cada uma delas. O relatório da Ernst & Young 2006 teria pecado se aplicasse à totalidade do grupo (incluindo a divisão Trading) um rácio resultante de empresas equiparáveis que operam apenas na indústria. Ora, o comércio é, segundo a Bélgica, uma atividade mais arriscada do que a produção. Por conseguinte, seria conveniente aplicar a este tipo de atividades um rácio «price/earnings» mais baixo, reflexo da menor apetência dos investidores por este perfil de risco (a Bélgica forneceu dados da S&P Capital IQ para fundamentar esta conclusão). Não tendo procedido desta forma, a Ernst & Young 2006 sobreavaliou a DPH.

4.2.2. DEDUÇÃO N.º 2 — CARÁTER CÍCLICO DO MERCADO DO AÇO

- (102) A Bélgica alega que o período escolhido pela Ernst & Young para calcular o benefício e o rácio «price/earnings» a aplicar na avaliação da Duferco US não reflete adequadamente o caráter cíclico do setor siderúrgico. Abrangendo apenas os quatro anos de 2003 a 2006, este período incluiria, na verdade, três anos bons (2004, 2005 e 2006) e apenas um ano mau (2003). As partes teriam, por isso, acrescentado os anos de 2001 e 2002 na sua análise e definido ponderações diferentes das da Ernst & Young para cada ano.
- (103) Os valores e as ponderações adotados pelas partes conduzem a uma avaliação de [...] milhões de USD para a DPH (contra [...] milhões de USD no caso de referência da Ernst & Young). Esta diferença significativa na avaliação, a que é necessário somar o efeito das restantes deduções e reajustamentos, provaria a sobreavaliação da DPH pela Ernst & Young, em 2006.

4.2.3. DEDUÇÃO N.º 3 — FALTA DE LIQUIDEZ DAS AÇÕES

- (104) De acordo com a Bélgica, seria conveniente aplicar uma dedução que refletisse a falta de liquidez das ações da DPH detidas pela FSIH. Os fatores normalmente tidos em conta para avaliar a liquidez das ações de uma sociedade seriam os seguintes:
- Opção de venda: o acionista dispõe de uma opção que lhe permita vender as suas ações a um preço previamente acordado? Essa opção, ausente no caso vertente, teria por consequência o aumento da liquidez das ações.
 - Cláusulas que reduzem a atratividade da participação: a FSIH e a [empresa que, nessa altura, controlava a DPH] dispunham ambas do direito de preferência («first refusal right»), em caso de projeto de venda de participações a um terceiro. Este tipo de cláusula reduz significativamente o interesse de terceiros de se envolverem com um dos acionistas existentes em negociações longas e onerosas tendo em vista a aquisição de participações. Com efeito, outro acionista pode exercer o seu direito de preferência sobre a proposta resultante desta negociação.
 - Total dos dividendos: futuramente, a FSIH só podia esperar que lhe fossem concedidos dividendos relativamente modestos, representando um rendimento anual de 4,8 % (dividendo de 4 milhões de EUR por ano). Ora, um nível reduzido de dividendos prejudica a liquidez da ação.
 - Fatores de risco que afetam os investidores: ressalta do forte caráter cíclico do setor siderúrgico e da volatilidade das receitas da DPH que esta operava num ambiente muito arriscado. Esse nível de risco influencia negativamente a liquidez da participação.
 - Perspetivas de crescimento: em 2006, considerava-se que o mercado estava no topo do ciclo e as perspetivas de crescimento para os anos vindouros eram, por conseguinte, reduzidas. Mais uma vez, um tal fator acentua a falta de liquidez das ações.
 - Nível de participação: quanto mais importante é a participação, menor é o número de potenciais compradores. Isso é ainda mais evidente quando, como no caso vertente, a participação é importante, mas continua a ser minoritária.
 - Dimensão e solidez financeira da empresa: dispondo de fundos próprios no valor de [...] milhões de EUR, como ressalta do relatório da Ernst & Young 2006, a DPH podia ser considerada uma empresa de dimensão pequena a média. As ações de uma PME, *a fortiori* não cotada, são menos facilmente transferíveis que as de uma empresa de grandes dimensões.

- (105) À luz destes fatores e tendo em conta «a ausência de interesse nesta participação por parte de outros agentes», as partes teriam acordado aplicar uma dedução de iliquidez de 40 %, contra os 30 % preconizados pela Ernst & Young.
- (106) A Bélgica considera que não necessita de justificar mais amplamente as deduções adicionais, visto que estas se incluem nos intervalos de variação normalmente aplicados e a dedução adotada de 40 % é o resultado de uma negociação entre as partes.

4.2.4. DEDUÇÃO N.º 4 — RESERVA RELATIVA AOS DIVIDENDOS PREFERENCIAIS DA FSIH

- (107) A FSIH tinha negociado o direito a um dividendo preferencial de 4 milhões de EUR por ano, para os exercícios de 2005 a 2012. No seu exercício de avaliação de 2006, a Ernst & Young teve em conta este direito, considerando que a FSIH podia esperar receber 4 milhões de USD ⁽¹¹⁾ por ano durante os sete anos que a separam de 2012 (ou seja, um montante atualizado de 26,3 milhões de USD).
- (108) A Ernst & Young não acrescentou esta quantia corrigida nesses termos à sua avaliação. O consultor aplicou-lhe uma dedução de 6,2 %, considerando que o risco de não pagamento deste dividendo preferencial era comparável ao risco de incumprimento de uma obrigação com uma notação de BBB. O relatório da Ernst & Young 2006 acrescentou, por conseguinte, 22,2 milhões de USD ao valor obtido para 25 % das ações da DPH.
- (109) De acordo com a Bélgica, as partes consideraram, na altura, que essa dedução de 6,2 % não era suficiente para refletir o risco de não pagamento do dividendo preferencial.
- (110) Para o justificar, a Bélgica avança com dois argumentos fundamentais. O primeiro diz respeito à volatilidade dos resultados da DPH: em caso de lucro ou de tesouraria insuficientes, a DPH deveria renunciar ao pagamento do dividendo. A Bélgica sublinha a este respeito que cabia à empresa decidir sobre o pagamento do dividendo preferencial. O segundo argumento diz respeito à organização do grupo Duferco: sendo a sociedade devedora dos dividendos uma sociedade *holding* (DPH), os lucros ao seu nível constituíam apenas a consolidação dos lucros gerados pelas suas filiais. Ora, por diversas razões (designadamente: regulamentação fiscal, obrigações financeiras, compromissos contratuais), o aumento dos lucros desde as filiais à sociedade *holding* nem sempre foi fácil ou sequer possível.
- (111) O conjunto destes fatores era uma verdadeira fonte de incerteza quanto ao futuro pagamento do dividendo preferencial da DPH. De acordo com a Bélgica, a dedução aplicada deveria, assim, ser necessariamente mais elevada do que a que teria sido aplicada aos futuros rendimentos de obrigações com a notação BBB. As partes acordaram sobre o total de 14 %, ou seja, uma dedução de 4 milhões de USD em relação à avaliação da Ernst & Young.

4.2.5. DEDUÇÃO N.º 5 — PRÉMIO DE CONTROLO

- (112) A dedução n.º 5 consiste, na realidade, na decisão de não aplicar a sobrecotação proposta no relatório da Ernst & Young 2006. Com efeito, neste relatório, o consultor observa que, por força do acordo de acionistas, a FSIH possui direitos especiais que lhe permitem influenciar certas decisões estratégicas do grupo. O relatório da Ernst & Young 2006 considera, então, que se deve acrescentar um prémio de controlo, compreendido entre 0 % e 10 % do valor da participação.
- (113) De acordo com a Bélgica, as partes decidiram não adotar esse prémio de controlo, uma vez que, na realidade, os direitos especiais em questão não teriam tido qualquer valor comercial em caso de cessão a um terceiro ou à [empresa que, nessa altura, controlava a DPH]. Com efeito, segundo a Bélgica, na hipótese de uma cessão a um acionista terceiro, a [empresa que, nessa altura, controlava a DPH] podia opor-se à cedência dos direitos consagrados no acordo de acionistas da DPH. Por conseguinte, a [empresa que, nessa altura, controlava a DPH] não tinha de pagar um certo montante para recuperar os plenos poderes.
- (114) A Bélgica assinala que tinha sido acordado pelas partes que os direitos específicos associados às ações da FSIH por força do pacto de acionistas caducariam em caso de cedência, por uma das partes, da sua participação a um terceiro. Se é indubitável que os direitos específicos previstos no acordo de acionistas conferiam à FSIH o poder de, pelo menos, influenciar a gestão da DPH e que, a este título, esses direitos tinham necessariamente um certo valor no momento da aquisição pela FSIH da sua participação na DPH, não é menos verdade que a FSIH não podia transferir livremente a um terceiro os direitos específicos de que era detentora. Por conseguinte, tais direitos não tinham qualquer valor comercial.

⁽¹¹⁾ Importa registar que a Ernst & Young cometeu o erro de substituir euros por dólares.

4.2.6. OUTROS ELEMENTOS CONTEXTUAIS

- (115) A Bélgica invoca dois outros elementos que não levaram à aplicação de uma dedução, mas que quis indicar para que a Comissão se aperceba dos diferentes elementos de negociação que foram discutidos entre as partes a fim de fixar o preço final.
- (116) O primeiro elemento contextual diz respeito ao acordo de 2005 entre a DPH e a Farrell, que prevê a transferência de alguns lucros para a Farrell. Em virtude deste acordo, o relatório da Ernst & Young 2006 aplica uma dedução de 5,5 milhões de USD aos resultados («reported earning») de cada ano considerado. As partes não aumentaram esta dedução.
- (117) O segundo elemento contextual é relativo a um acordo de fornecimento com a sociedade [...]. Este acordo previa a compra de uma quantidade substancial de produtos semiacabados (brames) a um preço correspondente ao custo de produção. Para a DPH, o acordo constituía tanto um risco de perda como uma possibilidade de ganho em função dos preços do aço a nível global. Previa obrigações de injeção de capital e penalizações consideráveis em caso de revogação e constituía, portanto, um risco de encargo potencial para DPH. O relatório da Ernst & Young 2006 não quantificou este risco e, de acordo com as informações transmitidas à Comissão pela Bélgica, as partes também não o fizeram.
- (118) Por último, a Bélgica gostaria de recordar os motivos da desvinculação da FSIH: carácter cíclico do setor, entrada e influência de novos investidores privados no grupo Duferco ([...] e NLMK), disponibilidade de liquidez dentro do grupo Duferco. Sublinha, a este respeito, que a empresa comum com o NLMK era um sinal da vontade da Duferco de abandonar gradualmente a produção siderúrgica industrial, a fim de se virar para novas atividades como a reabilitação de instalações e o desenvolvimento de projetos energéticos. A FSIH seguiu esta tendência saindo da DPH e investindo em novos projetos de diversificação do grupo (ver medida 3).

4.3. MEDIDA 3

- (119) A Bélgica justifica o preço de [...] milhões de EUR com a soma de vários elementos.

4.3.1. CRÉDITOS COMERCIAIS

- (120) A Carsid Développement, mais tarde Duferco Diversification, herdou [30-37] milhões de EUR de créditos comerciais devidos a outra sociedade do grupo (Duferco La Louvière Sales).

4.3.2. A MAIS-VALIA ESPERADA DO PROJETO [...]

- (121) A partir de [...] de 2002, o grupo Duferco empenhou-se no desenvolvimento de um vasto projeto de reabilitação das instalações. Embora os terrenos estivessem nas mãos da Duferco Développement, é à filial Carsid Développement (mais tarde Duferco Diversification) que cabe desenvolver este projeto.
- (122) A Bélgica esclarece que, o dia em que a FSIH decidiu aprovar a entrada no capital da DSIH, ou seja, em 5 de dezembro de 2006, era já um dado adquirido que a Duferco Développement, que não dispunha de qualquer recurso humano, recorreria à Duferco Diversification para proceder aos trabalhos de preparação e de desmantelamento das instalações da [...]. Quanto à remuneração da Duferco Diversification pelas prestações fornecidas no quadro desse projeto, já tinha sido acordado que esta beneficiaria de metade do lucro previsto pelo preço de venda dos terrenos pertencentes à Duferco Développement, cabendo a esta a outra metade.
- (123) A Bélgica reconhece que, tendo em conta a complexidade do projeto imobiliário e a sua ambição, a assinatura formal de um contrato entre a Duferco Diversification e a Duferco Développement foi demorada. Com efeito, era necessário definir ainda alguns aspetos em função das conclusões do centro de estudos que foi criado por decreto ministerial de 18 de janeiro de 2007, ou seja, um mês após a entrada da FSIH na DSIH.
- (124) A remuneração da Duferco Diversification no âmbito do projeto [...] foi finalmente formalizada num acordo celebrado em 4 de fevereiro de 2009 entre a Duferco Développement, proprietária dos terrenos, e a Duferco Diversification. A Bélgica alega que, em conformidade com o que fora decidido desde o início, o acordo assinado em 2009 prevê que o lucro da venda do terreno saneado será dividido em partes iguais entre a Duferco Développement e a Duferco Diversification. Logo, este acordo de 2009 mais não é do que a formalização de um acordo existente, desde 2006, entre a Duferco Développement e a Carsid Développement. A inclusão deste projeto no processo de avaliação da Carsid Développement era, por conseguinte, totalmente justificada por parte da FSIH, quando esta investiu na DSIH.

- (125) Além disso, a Bélgica insiste no facto de que, a partir de 2006, a FSIH baseou o seu investimento numa avaliação do projeto. Considera que o lucro previsto para o projeto [...] foi cuidadosamente avaliado em 2006 num total de [...] milhões de EUR.
- (126) Este montante correspondia à diferença entre o custo estimado do desmantelamento das instalações [...] ([...] milhões de EUR de acordo com um relatório pericial de 2006) e o valor dos terrenos pertencentes à Duferco Développement (já avaliado, segundo a Bélgica, em [...] milhões de EUR — valor confirmado em janeiro de 2010 pelo gabinete de peritos GALTIER).
- (127) A Bélgica considera, portanto, que a FSIH se comportou de forma conservadora e prudente, exigindo que as partes mantivessem um lucro de [...] milhões de EUR que, em conformidade com os respetivos acordos, seria repartido em partes iguais entre a Duferco Développement e a Duferco Diversification (ou seja, [...] milhões de EUR a ter em conta pela DSIH).
- (128) Na sequência de reorganizações internas na Duferco, o projeto [...] foi transferido para a empresa Duferco Wallonie, em 19 de dezembro de 2012, pelo valor de [...] milhões de EUR. Este montante correspondia à maisvalia esperada do projeto, reavaliada em 2012 em conformidade com novas peritagens.
- (129) A Bélgica não dá mais indicações quanto à execução ou não do projeto [...] até à data, nem quanto ao seu êxito ou fracasso comercial.

4.3.3. A ENTRADA DE BENS IMÓVEIS NUMA FILIAL DA DUFERCO DIVERSIFICATION

- (130) Alguns bens imóveis da empresa Duferco La Louvière foram transferidos para a Duferco Immobilière, filial da Duferco Diversification. O seu valor, confirmado por um consultor, está avaliado num montante compreendido entre [14-21] e [15-22] milhões de EUR.

4.3.4. O VALOR DO PROJETO MARCINELLE ENERGIE

- (131) A Marcinelle Energie, uma filial da Duferco Diversification, tem por objetivo, em 2006, concluir a construção de uma central CCGT (central elétrica com turbina a gás de ciclo combinado), em Charleroi. A FSIH baseou-se numa peritagem realizada pela consultora Bain (doravante designada «Bain»), em julho de 2006, para avaliar este projeto.
- (132) Segundo a Bain, o valor global do projeto podia ser estimado em [...] milhões de EUR: i) [...] milhões de EUR relativos ao valor atual líquido para a central propriamente dita; ii) [...] milhões de EUR em caso de atribuição de 100 % das quotas de CO₂ ao projeto.
- (133) Uma avaliação intercalar proposta pela Bain baseava-se sobre: i) um valor atualizado líquido de [...] milhões de EUR (com base na hipótese de que a Duferco não se associaria a uma empresa de eletricidade); ii) uma atribuição de apenas 50 % das quotas de CO₂ por [...] milhões de EUR. A avaliação das quotas de CO₂ foi ainda mais reduzida, tendo em conta o risco de redução do preço do comércio das quotas. O valor finalmente aceite pela FSIH para as quotas de CO₂ tinha sido de [...] milhões de EUR.
- (134) Com base nesta peritagem, a FSIH pôde legitimamente considerar que o investimento na construção de uma CCGT representaria um valor líquido atualizado de [...] milhões de EUR ([...] milhões de EUR). O relatório da Bain deixava, contudo, entender que a associação a uma empresa de eletricidade experiente permitiria evidenciar mais valor, o que elevaria o valor líquido atualizado do projeto para [...] milhões de EUR.
- (135) De acordo com a Bélgica, o valor médio global do projeto da Marcinelle Energie, conforme cuidadosamente calculado com base na peritagem realizada pela Bain, era, então, de [...] milhões de EUR.
- (136) À luz desta avaliação, a FSIH iniciou negociações sobre a avaliação do projeto da Marcinelle Energie, com base em contactos exploratórios realizados então pelo grupo Duferco junto de vários intervenientes no setor da energia, tendo em vista a constituição de uma parceria. Como o demonstram as trocas comerciais com os principais intervenientes do setor energético — entre os quais a EDF, a Electrabel, a SPE, a NUON e a ENEL —, o projeto da Marcinelle Energie suscitou muito interesse e deixava antever importantes oportunidades.
- (137) No entanto, tendo os montantes na ordem de [...] milhões de EUR sido evocados apenas no âmbito destes contactos exploratórios para a aquisição de 80 % das ações do projeto da Marcinelle Energie, a FSIH solicitou e conseguiu que o valor médio do projeto, [...] milhões de EUR de acordo com a Bain, fosse revisto em baixa tendo em conta os montantes evocados no âmbito destes contactos informais.

- (138) No final, foi aplicado o valor de [...] milhões de EUR à avaliação de 80 % do projeto. Quanto ao saldo de 20 % do projeto, a FSIH e a Duferco acordaram em avaliá-lo até 20 % do valor médio do projeto, tal como consta na peritagem da Bain, ou seja, [...] milhões de EUR (20 % de [...] milhões de EUR). Consequentemente, para o projeto da Marcinelle Energie, foi tido em conta um valor total de [...] milhões de EUR foi.
- (139) A Bélgica sustenta assim que, quando em dezembro de 2006, a FSIH decidiu entrar no capital da DSIH ao lado da Duferco Développement, o valor do projeto da central de Marcinelle Energie tinha sido objeto de negociações que levaram a que as partes obtivessem uma avaliação do projeto nitidamente inferior ao valor médio de [...] milhões de EUR, de acordo com o relatório da Bain: os parceiros aprovaram finalmente um montante de [...] milhões de EUR. Ao proceder desta forma, a FSIH conseguiria que fosse mantido um método de cálculo muito prudente.
- (140) Decorre do que precede que, afinal, as partes adotaram uma avaliação prudente, bastante inferior à rentabilidade máxima que o projeto poderia gerar. Seria, pois, fundamentalmente errado criticar a FSIH por alegadamente ter investido «um montante equivalente ao retorno esperado do projeto» (ponto 161 da decisão de início do procedimento da Comissão).
- (141) A Bélgica admite, contudo, que, segundo o relatório da Bain, a tomada em consideração do valor das licenças de emissão de CO₂ exigia que a central ficasse muito rapidamente operacional, de qualquer modo, durante o ano de 2009. Em caso de atraso do projeto, este deixaria de poder beneficiar da oportunidade de receber as licenças de emissão de CO₂ disponíveis.
- (142) Dois anos após estas discussões, em junho de 2008, a Duferco Diversification consegue vender 80 % do projeto da Marcinelle Energie à companhia de eletricidade italiana ENEL pelo preço de [30-37] milhões de EUR. Esta venda é acompanhada de uma opção de venda segundo a qual a Duferco Diversification pode vender as restantes ações ([...]) à ENEL um ano após a entrada em serviço da central, pelo preço de [...] milhões de EUR, acrescido do reembolso das perdas eventuais resultantes de um acordo de fornecimento a preço de custo («off-take right»).
- (143) Contudo, a conjuntura do mercado da eletricidade sofreu bruscamente uma reviravolta a partir de 2010 e a rentabilidade das centrais CCGT diminuiu drasticamente. Tal não impediu a central de entrar em serviço em 31 de março de 2012.
- (144) Consequentemente, no início de 2013, a Duferco Diversification (mais tarde Duferco Belgium) exerceu o seu direito de saída pelo montante de [...] milhões de EUR, acrescido de [...] milhões de EUR relativos ao reembolso dos prejuízos registados no âmbito do acordo de fornecimento a preço de custo, de [...] milhões de EUR a título de desconto no preço do gás e de [...] milhões de EUR em «reavaliações e juros diversos» (sem mais pormenores).
- (145) No final, o projeto da Marcinelle Energie terá sido cedido por um total de [70-78] milhões de EUR. Contudo, conforme especificado pela Bélgica, é necessário deduzir deste montante os investimentos ([...] milhões de EUR) e as perdas (cerca de [...] milhões de EUR) registados entre 2006 e 2013: obtém-se um lucro líquido não atualizado de, aproximadamente, [40-46] milhões de EUR.
- (146) Estes resultados são inferiores às perspetivas delineadas em 2006. A Bélgica justifica-os com a reviravolta completa no mercado do gás a partir de 2010, e faz notar que o grupo ENEL também perdeu dinheiro neste projeto.

4.3.5. TOTAL DOS QUATRO ELEMENTOS

- (147) Com base nos quatro elementos referidos, a FSIH e o grupo Duferco concluíram, em 2006, que o valor da Duferco Diversification variava entre [...] milhões de EUR e [...] milhões de EUR. Por fim, é adotado o valor de [...] milhões de EUR, metade do qual será fornecida pela FSIH.
- (148) A Bélgica alega que este investimento na DSIH deve ser considerado um investimento *pari passu* com a Duferco Développement. A FSIH e a Duferco Développement, tendo injetado o mesmo montante, teriam os mesmos interesses e estariam sujeitos aos mesmos riscos. A Bélgica recorda a este respeito que, antes do investimento da FSIH, a sociedade DSIH não pertencia ao grupo Duferco, dado que tinha sido constituída em 29 de novembro de 2006 por um terceiro (sob a denominação «[...]»), antes de ser cedida à FSIH e à Duferco Développement como entidade de finalidade especial para os seus investimentos conjuntos em dezembro de 2006. Por estes vários motivos, a intervenção da FSIH estaria em conformidade com o princípio do investidor privado numa economia de mercado.

- (149) Recorde-se que, em 8 de julho de 2011, a DSIH vendeu a sua participação na Duferco Diversification à DLP pelo mesmo montante, a saber, [...] milhões de EUR. No entanto, a DLP não pagou este montante, pelo que a Duferco Diversification manteve no seu balanço um crédito de [...] milhões de EUR relativo a esse valor em dívida.

4.4. MEDIDAS 4 E 5

- (150) No que se refere ao empréstimo à [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura], a Bélgica contesta qualquer elemento de auxílio. Recorda que a taxa de juro variável média dos empréstimos bancários detidos pelas diferentes filiais da [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] em 2009 era de [1,1-1,55] %, ou seja, um nível inferior à taxa dos empréstimos em análise.
- (151) A Bélgica sustenta que este critério de referência é válido, uma vez que os empréstimos tidos em consideração para o seu cálculo seriam efetivamente comparáveis com o concedido pela FSIH. Opõe-se, neste aspeto, à Comissão, que considerava esses empréstimos como não relevantes para uma análise comparativa.
- (152) Segundo a Bélgica, a Comissão cometeria, de facto, um erro ao ter em conta critérios como a maturidade do empréstimo, o montante emprestado ou a natureza do empréstimo, para decidir se os empréstimos privados são comparáveis aos da FSIH. Esta abordagem violaria as disposições da Comunicação da Comissão sobre a revisão do método de fixação das taxas de referência e de atualização («Comunicação sobre as taxas de referência de 2008») ⁽¹²⁾, que especifica explicitamente que «a margem é, em larga medida, independente do vencimento do empréstimo».
- (153) A Bélgica exemplifica esta ausência de correlação entre maturidade, montante e natureza, por um lado, e margem por outro, com a análise dos empréstimos concedidos à Duferco por bancos comerciais. Os empréstimos das instituições bancárias sobre os montantes mais elevados apresentam taxas de juro variáveis entre [0,9-1,35] % e [1,7-2,2] %, que, muitas vezes, seriam inferiores às taxas dos empréstimos referentes a pequenos montantes (até [2,25-2,75] % para um empréstimo de [...] milhões de EUR, ou [2,3-2,75] % para um empréstimo de [...] milhões de EUR). As taxas dos empréstimos para fundo de maneio («working capital») oscilam entre [0,75-1,15] % e [2,75-3,25] %, enquanto as taxas dos empréstimos para despesas de investimento («Capex») oscilam entre [1,5-2] % e [2,75-3,25] %.
- (154) Segundo a Bélgica, para excluir qualquer elemento de auxílio na concessão de um empréstimo público, não é necessário demonstrar a existência de um empréstimo de um banco privado em todos os aspetos idêntico. Nem a regulamentação da União aplicável aos auxílios de Estado nem a jurisprudência impunham a obrigatoriedade de os empréstimos públicos serem idênticos aos empréstimos privados em termos de maturidade, do montante e da natureza para excluir a existência de quaisquer elementos de auxílio.
- (155) No que se refere à notação da [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura], a Bélgica deduz pelas taxas praticadas nos diferentes empréstimos concedidos à Duferco por instituições bancárias, que esta podia aspirar a uma notação AAA. Para tal, baseia-se nas taxas que a Comunicação sobre as taxas de referência de 2008 associava às empresas que recebiam a notação de A a AAA para um nível de garantias elevado, em 2009: 2,37 % em setembro de 2009 e 2,05 % em dezembro de 2009.
- (156) A Bélgica defende, por último, que as garantias associadas ao empréstimo da FSIH são de um nível extremamente elevado ao abrigo da Comunicação sobre taxas de referência de 2008. Decorre da grande solidez financeira da DPH que o penhor sobre 15 % das suas ações é uma segurança excelente. Além disso, o facto de não existirem muitas dúvidas de que o crédito de [...] milhões de EUR deve prioritariamente ser reservado ao reembolso do empréstimo em caso de mudança no controlo da SIF conferia grande solidez a esta garantia.
- (157) No que se refere aos empréstimos concedidos ao grupo SIF, a comparação mostrou que não existe mais do que uma correlação, no máximo limitada, entre os critérios avançados pela Comissão (maturidade, montante e natureza) e a taxa de remuneração destes empréstimos.
- (158) A comparação estabelece igualmente que a remuneração do empréstimo da FSIH está próxima da remuneração dos diferentes empréstimos concedidos por instituições financeiras privadas à sociedade SIF. Com uma taxa de juro de 1,99 %, a sua remuneração seria, com efeito, ligeiramente superior à taxa média dos empréstimos efetuados ao grupo SIF, equivalente a [1,65-2,15] %.
- (159) Ter em conta os únicos empréstimos a longo prazo contraídos pela SIF deu origem a um intervalo de variação ainda inferior à referida média de [1,65-2,15] %, ou seja, um intervalo de variação entre [1-1,5] % e [1,65-2,15] %.

⁽¹²⁾ JO C 14 de 19.1.2008, p. 6.

- (160) Segundo a Bélgica, a ausência de garantias para o empréstimo concedido à SIF exige o aditamento de uma margem de [20-60] pontos de base a este intervalo de variação. Isso justifica-se pela categoria de notação «sólida», segundo os termos da Comunicação sobre as taxas de referência de 2008, à qual a SIF podia aspirar. Esta majoração conduz a um intervalo de variação de [1,5-2] % a [...] %, onde se situa o empréstimo concedido pela FSIH.
- (161) Não havendo notação pública, a Bélgica justifica a categoria «sólida» da SIF com o facto de as taxas de juro praticadas pelas instituições financeiras privadas corresponderem (ou serem inferiores) às taxas de juro que a Comunicação sobre as taxas de referência de 2008 define para as empresas financeiramente sólidas (com uma notação de AAA a A).

4.5. MEDIDA 6

- (162) De acordo com a Bélgica, o investimento da FSIH na DLP foi efetuado *pari passu* com o da DII, uma vez que: i) os montantes investidos pelo parceiro privado e pelo parceiro do setor público são praticamente idênticos; ii) a DLP não pertencia ao grupo Duferco antes deste investimento, mas foi constituída precisamente para servir de veículo para acolher os respetivos investimentos da FSIH e da DII; iii) o objetivo dos investimentos não foi readquirir ativos que já pertenciam ao grupo Duferco (mas sim à SIF).
- (163) A Bélgica afirma que o facto de o investimento da FSIH ter sido inicialmente concedido sob a forma de um empréstimo convertível (e rapidamente convertido) não tem repercussões. Com efeito, à data da concessão do empréstimo convertível, a FSIH e a DII assinaram simultaneamente um acordo de acionistas pelo qual se comprometiam a proceder a um aumento de capital da DLP até ao limite de 70 milhões de EUR e 101 milhões de EUR, respetivamente. O empréstimo de 30 milhões de EUR devia, por conseguinte, ser analisado como um elemento do aumento de capital de 201 milhões de EUR decidido *pari passu* pela FSIH e a DII.
- (164) Relativamente à compra das ações da DLLPL, recorda-se à Comissão que a Região da Valónia era, por intermédio da SOGEPA, acionista da DLL desde 1999 e que, por isso, dispunha de um conhecimento aprofundado das suas atividades e da sua situação financeira. Isso explica que, no âmbito do investimento da DLP na DLLPL, as partes não tenham considerado necessária a apresentação de um plano de negócios adequado. A FSIH conhecia perfeitamente o objeto da sua aquisição. Ainda de acordo com a Bélgica, no momento do seu investimento, a FSIH podia ficar tranquila com o caráter prudente deste plano de negócios, uma vez que as previsões estavam perfeitamente em linha com os números reais já disponíveis. O mesmo se aplica à Duferco Trebos.
- (165) No que respeita à aquisição de existências à Duferco La Louvière Sales, a Bélgica afirma que, embora seja correto que os investimentos da FSIH e da DII na DLP permitiram que esta adquirisse uma importante existência de produtos no valor de [50-70] milhões de EUR (contrato de venda de 30 de junho de 2011), importa sublinhar que o vendedor destes produtos não era, de modo algum, «outra empresa da Duferco». De facto, a Duferco La Louvière Sales era uma sociedade controlada, à época e ainda hoje, pela SIF. Após negociações, as existências foram readquiridas pelo seu valor contabilístico, quando o seu valor real era muito superior.
- (166) Sobre o investimento de [30-40] milhões de EUR na DLLPL, foram elaborados planos de negócios distintos para diferentes projetos ou cenários de investimento. Em última análise, as partes optaram por um investimento de [30-40] milhões de EUR na DLLPL, mais tarde Duferco Belgium. Este investimento foi objeto de um único plano de negócios, apresentado pela Bélgica à Comissão. Os outros planos de negócios a que a Bélgica faz referência ficaram destituídos de objeto, dado que, afinal, os projetos ou cenários previstos não foram selecionados pelas partes.

5. OBSERVAÇÕES DAS PARTES INTERESSADAS

5.1. OBSERVAÇÕES COMUNS DA [...], DA FSIH E DA DLP ASSIM COMO DAS RESPECTIVAS EMPRESAS COLIGADAS

- (167) A título liminar, importa esclarecer que a [...], sociedade *holding* do grupo Duferco, sucedeu à [...], bem como às sociedades [...] e [...], antigas casas-mãe da DPH.

5.1.1. MEDIDA 1

- (168) A [...] salienta, em primeiro lugar, que está totalmente de acordo com as observações da Bélgica.

- (169) Seguidamente, a [...] volta atrás quanto aos motivos que levaram a FSIH a investir na Duferco US. A tomada de participação na Farrell estava associada à vontade da FSIH de controlar as instalações, para que a Duferco não abandonasse as instalações belgas a favor das instalações americanas. A Região da Valónia pretendeu proteger-se contra o risco de uma eventual utilização em seu detrimento de interesses potencialmente divergentes no seio da Duferco. Além disso, o investimento da FSIH na Farrell teve também como objetivo facilitar a aproximação entre as instalações belgas e americanas, a fim de otimizar as trocas de informação e as sinergias possíveis entre estas instalações.
- (170) A [...] considera importante sublinhar que a iniciativa da desvinculação da FSIH cabe à Duferco. Em fevereiro de 2006, a Duferco assinou uma carta de intenções com o NLMK tendo em vista a transferência para esta de uma participação de 50 % na SIF. No entanto, uma das condições prévias era que o conjunto das ações da Duferco US fosse detido pela SIF, o que implicava, portanto, o resgate das ações detidas pela FSIH. A Duferco teria, pois, lançado junto da FSIH a ideia de uma opção de compra para poder responder às exigências do NLMK e ao mesmo tempo manter a necessária flexibilidade, dada a incerteza existente, na altura, quanto à concretização da operação. Ao mesmo tempo, a oferta de resgate pela Duferco era interessante num cenário de fim de ciclo do aço previsto para finais de 2006, que tornava o investimento menos atrativo.
- (171) A [...] confirma as observações da Bélgica, segundo as quais a oportunidade de abertura de concurso prévio para eventuais candidatos adquirentes não era pertinente à luz do objeto da cessão: a venda de uma participação minoritária numa empresa privada tendo por alvo um local de produção não integrado. Se a situação não requeria a abertura de um concurso prévio, a [...] sustenta que a cessão foi, ainda assim, efetuada a um preço de mercado.
- (172) A [...] lembra que a moeda funcional da Duferco US é o dólar dos Estados Unidos. Por conseguinte, exceto se existirem requisitos internos da FSIH, não faz sentido que o preço de aquisição tenha sido pago em euros.
- (173) Para concluir os exercícios de avaliação realizados pela Região da Valónia, a [...] mandou a KPMG para avaliar a participação de 49,9 % da FSIH na Duferco US em 14 de junho de 2006, data da concessão da opção de compra usando o método do justo valor.
- (174) A KPMG considerou que a participação da FSIH na Duferco US devia ser avaliada enquanto participação que não confere controlo e não é negociável, aplicando um prémio de controlo, dado que o acordo de acionistas de 9 de abril de 2003 conferia à FSIH uma influência significativa sobre a Duferco US, maior do que a influência de um acionista minoritário.
- (175) A KPMG refere que a duração dos ciclos industriais na siderurgia varia geralmente entre três e sete anos. Observa que, mesmo que a indústria siderúrgica tenha tido um bom desempenho em 2006, os indicadores evidenciavam, claramente, riscos significativos tendo em conta a debilidade da indústria automóvel nacional e a possibilidade de uma correção de mercado no domínio da construção não habitacional.
- (176) Considerando essencialmente ciclos de três e cinco anos, bem como uma avaliação baseada num múltiplo do EBITDA proveniente de empresas equiparáveis, a KPMG considerou o justo valor da participação de 49,9 % na Duferco US equivalente a [...] milhões de USD, em 14 de junho de 2006.
- (177) Posteriormente, a [...] emite o seu parecer relativo à discussão sobre se o valor dos fundos próprios deve ou não ser tido em conta para avaliar a Duferco US. Confirma que uma avaliação com base nos fundos próprios, tal como previsto pela Comissão na sua decisão de início do procedimento, não é a mais adequada. Mas observa que, ainda que se pretendesse ter em conta os fundos próprios, acabar-se-ia por concluir que a operação foi efetuada ao preço de mercado. Para o provar, chama a atenção da Comissão para uma transação que considera equiparável: a cedência ao NLMK de uma participação de 50 % na SIF (incluindo a opção de compra incondicional de, no mínimo, uma ação da SIF). O preço aprovado nessa transação de 2006 correspondeu a um múltiplo dos fundos próprios da empresa praticamente idêntico ao múltiplo de capital próprio que representa a cedência pela FSIH da sua participação na Duferco US (em ambos os casos, um múltiplo próximo de 2). Não havendo nada que pudesse indicar que a operação relativa à SIF não ocorreria nas condições do mercado, esta comparação confirmaria que o facto de serem tidos em conta os fundos próprios levaria também a considerar que a operação foi efetuada a um preço de mercado.
- (178) Quanto à duração da opção de compra, a [...] considera que se inscreve no contexto da negociação concomitante de uma eventual cessão pela Duferco de 50 % do capital da SIF ao NLMK. Cabia ao NLMK redigir um primeiro projeto de acordo de cessão de ações e de acordo de acionistas no prazo de dez dias a contar da assinatura da

carta de intenções. A carta de intenções era válida, o mais tardar, até 1 de outubro de 2006. A intenção era, pois, que a Duferco recorresse ou não à opção de compra nas semanas ou meses que se seguiram à sua concessão pela FSIH. Não houve, portanto, verdadeiros motivos para que as partes acordassem que a opção seria válida até 31 de dezembro de 2015.

- (179) A KPMG avaliou o justo valor da opção de compra concedida à Duferco em junho de 2006. A KPMG concorda com a posição da Duferco segundo a qual importa ter em conta a duração da opção («expected term», ou seja, quatro meses), uma vez que a opção não era nem transmissível nem transferível, o que diminuía substancialmente o seu valor. A KPMG considera que o justo valor da opção de compra ascende a [...] milhões de USD.
- (180) Com base na duração contratual, o justo valor ascenderia a [...] milhões de USD. Se este montante fosse tido em conta, acrescido do justo valor da participação da FSIH na Duferco US, o preço de cessão ascenderia a [...] milhões de USD, montante claramente inferior ao preço pago pela [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura].

5.1.2. MEDIDA 2

- (181) Segundo a [...], o investimento da FSIH na DPH tinha uma dupla finalidade: por um lado, a sua participação no capital, a sua representação no Conselho de Administração, o acesso às informações e documentos estratégicos e, por outro, o seu retorno financeiro atrativo e seguro (dividendo preferencial).
- (182) A principal razão do desinvestimento da FSIH na DPH foi a cedência dos locais de produção belgas ao grupo NLMK. A Duferco perderia a sua qualidade de parceiro estratégico para a Região da Valónia na Bélgica e os locais de produção de Clabecq e de La Louvière deixariam de poder ser diretamente afetados pelas decisões da Divisão Trading da Duferco.
- (183) A [...] afirma que a DPH é uma sociedade cuja moeda funcional é o dólar dos Estados Unidos, de modo que a rentabilidade de qualquer investimento nessa sociedade deve ser avaliada em dólares dos Estados Unidos. Logo, o investimento da FSIH na DPH gerou um rendimento de 8,81 % ao ano.
- (184) A [...] confiou à KPMG a missão de analisar a avaliação realizada pela Ernst & Young em março de 2006. Quanto aos métodos de avaliação, a KPMG observa que a Ernst & Young não especifica o tipo de valor utilizado na avaliação (valor de mercado, valor de investimento ou justo valor). A título principal, a Ernst & Young utilizou a abordagem de mercado pelas empresas equiparáveis. A KPMG não dá preferência ao método baseado nas empresas equiparáveis em detrimento do método baseado nas transações comparáveis. Não se baseou no valor do ativo líquido, dado que este método ignora os ganhos futuros e os riscos operacionais.
- (185) A KPMG conclui que, tendo em vista a sua análise ao caráter cíclico da indústria siderúrgica, para a avaliação da DPH importa ter em consideração períodos entre quatro e seis anos com peso igual em cada ano. Concorde com a análise das partes, que consiste em ter em conta os anos de 2001 e 2002 na avaliação da DPH, de modo a refletir adequadamente o caráter cíclico da indústria siderúrgica e a aplicar uma ponderação idêntica em cada ano.
- (186) A KPMG confirma a pertinência e a quantificação dos ajustamentos feitos pela Ernst & Young para a avaliação da DPH à luz dos acontecimentos não recorrentes. Efetuou também ajustamentos aos anos de 2001 e 2002 que não foram tidos em conta pela Ernst & Young.
- (187) A KPMG analisou a lista das empresas equiparáveis selecionadas pela Ernst & Young. Não conseguiu encontrar na base de dados utilizada pela Ernst & Young (Bloomberg) certos múltiplos reproduzidos no relatório, de 2006, daquela consultora. Além disso, considerou oportuno não incluir certas empresas na lista das empresas equiparáveis fornecida pela Ernst & Young. A KPMG elaborou a sua própria lista de empresas equiparáveis de onde se conclui que os rácios «price/earnings» médios para os anos de 2003 a 2006 são inferiores aos fixados pela Ernst & Young.
- (188) A KPMG não pôde analisar um número suficiente de empresas cotadas em bolsa que se dediquem unicamente ao comércio do aço. Não é possível avaliar separadamente a Divisão Trading. Todavia, a KPMG confirma que teria sido conveniente avaliar separadamente as atividades comerciais e as atividades de produção. Com um risco mais elevado e resultados mais voláteis, as atividades comerciais ofereceriam um rendimento mais elevado aos investidores, o que se traduziria numa avaliação inferior das mesmas. Devia, portanto, ser adotado um múltiplo mais baixo para a atividade comercial. A [...] considera pertinente fazer referência à cessão em setembro de 2003 de 50 % da [...], cujo preço acordado estava perto do valor dos fundos próprios.

- (189) Sobre os elementos extrapatrimoniais, a KPMG confirma que o montante dos fundos próprios de uma sociedade deve ser ajustado, a fim de ter em conta elementos do passivo extrapatrimoniais se estes não forem recorrentes. Contrariamente à Ernst & Young, a KPMG considera que, independentemente do método de avaliação, apenas estes elementos devem ser deduzidos do valor estimado dos fundos próprios da empresa.
- (190) Relativamente a dois dos elementos extrapatrimoniais, a KPMG considerou oportuno reconsiderar o montante do ajustamento aplicado pela Ernst & Young. Trata-se das «garantias francesas e belgas» que a Ernst & Young avaliou em [...] milhões de USD, em 2006, quando, segundo a KPMG, elas ascendiam a [...] milhões de USD. Estas garantias foram ajustadas em função do risco que representavam. O resultado é um montante total de [...] milhões de USD contra os [...] milhões de USD fixados pela Ernst & Young.
- (191) A KPMG confirma a pertinência e o nível do desconto de iliquidez (30 %) aplicado pela Ernst & Young. Um desconto de 12 % no quadro de uma avaliação baseada em transações equiparáveis seria igualmente pertinente.
- (192) A KPMG considerou adequado aplicar um prémio de controlo de 5 % em caso de avaliação com base em empresas equiparáveis, uma vez que essa metodologia dá origem a uma avaliação correspondente a uma participação minoritária, enquanto a participação da FSIH permitia uma influência significativa sobre a DPH. A KPMG considera que, no caso de uma avaliação a partir de transações equiparáveis, deve ser aplicado um desconto de 20 %, dado que esta metodologia conduz a uma avaliação com uma participação de controlo.
- (193) A respeito do rendimento da ação privilegiada, a KPMG faz notar que a Ernst & Young se enganou na avaliação que fez dos dividendos preferenciais relativos ao período 2006-2012 ao basear os seus cálculos em dividendos anuais de 4 milhões de USD, quando o valor em causa era de 4 milhões de EUR. Considera, em seguida, que a taxa de desconto aplicada pela Ernst & Young face ao risco de falta de pagamento (6,2 %) se encontra no intervalo de variação aceitável identificado, ou seja, entre 1,8 % e 16,4 %. A taxa de desconto de 14 % aplicada pelas partes é igualmente considerada aceitável, uma vez que se situa no intervalo de variação de valores.
- (194) Destes ajustamentos resulta uma avaliação das participações na DPH que oscila entre [...] milhões de USD e [...] milhões de USD, ou seja, um valor médio de [...] milhões de EUR, o que está em consonância com o preço de cessão em junho de 2006 de [...] milhões de EUR. A [...] conclui que não era de forma alguma possível tratar-se de uma questão de auxílio estatal a favor da [empresa que, nessa altura, controlava a DPH].

5.1.3. MEDIDA 3

- (195) A DSIH corrobora os argumentos apresentados pela Bélgica para defender o caráter *pari passu* do investimento da FSIH. Afirma que as condições da operação eram idênticas para a Duferco Développement e a FSIH. Os dois acionistas aceitaram em conjunto assumir um novo risco ao investir na DSIH, com o objetivo de concretizar os projetos de diversificação da Duferco Diversification. Os dois acionistas beneficiam de uma repartição proporcional, com base na sua participação no capital, dos eventuais dividendos e do impacto financeiro dos projetos desenvolvidos pelas suas filiais comuns. Segundo a DSIH, a intervenção privada da Duferco Développement revestir-se-ia de uma importância económica real, e o montante do investimento é idêntico ao da FSIH.
- (196) A DSIH afirma que não pertencia à Duferco Développement antes dos investimentos concomitantes. É uma sociedade constituída por um terceiro pouco tempo antes destes investimentos (29 de novembro de 2006) e adquirida depois pelos dois parceiros para viabilizar os seus investimentos. Ainda segundo a DSIH, os projetos adquiridos por esta empresa também não pertenciam ao grupo Duferco antes do investimento pela FSIH, embora tenham sido acolhidos pela SIF na fase de esboço.
- (197) Relativamente ao projeto [...], a DSIH esclarece que a Região da Valónia, por intermédio da SOGEPA, conhecia perfeitamente a situação das instalações de [...], uma vez que tinha intervindo ao lado do grupo Duferco no âmbito da recuperação das [...], então em situação de falência. Consequentemente, a Região da Valónia era acionista da [...], tendo ocupado vários cargos no Conselho de Administração desta sociedade. Teria participado no projeto [...] desde a sua origem, tendo tido acesso a todas as informações disponíveis no âmbito do seu lançamento, em particular precisamente aquelas que estavam à disposição dos investidores privados.
- (198) A DSIH baseia-se numa avaliação *ex post* do projeto que provava a legitimidade da sua avaliação tal como inicialmente efetuada e deixava antever uma rendibilidade extremamente interessante.

- (199) Quanto ao projeto da Marcinelle, a DSIH afirma que a rentabilidade inferior à prevista não se deve aos montantes demasiado elevados dos investimentos dos parceiros, mas a elementos alheios à vontade das partes. Em primeiro lugar, a Comissão anunciou, em janeiro de 2008, uma proposta de supressão da atribuição gratuita de licenças de emissão de CO₂, o que afetou fortemente a avaliação do projeto antes do encerramento das negociações com a ENEL. Em segundo lugar, o mercado da eletricidade registou uma reviravolta completa e imprevisível em 2010, com uma evolução desfavorável dos preços da eletricidade, do gás e do CO₂.
- (200) A Duferco Diversification saiu-se bem desta crise vendendo a Marcinelle Energy imediatamente antes do acontecimento. A empresa tinha cedido 80 % da Marcinelle Energie a um preço razoável e conseguiu assegurar os [...] restantes negociando uma opção de venda com a ENEL.

5.1.4. MEDIDAS 4 E 5

- (201) A [...] faz notar que, para a aplicação do critério do investidor privado numa economia de mercado, é necessário analisar vários elementos, principalmente a taxa de juro aplicável e as garantias exigidas para cobrir o empréstimo.
- (202) Quanto às garantias, a [...] lembra que a Duferco apresentava uma situação financeira muito sólida, como o comprovavam as condições dos empréstimos concedidos pelos bancos ao grupo Duferco, com taxas comparáveis às taxas oferecidas a empresas com notação AAA de acordo com as taxas de referência da Comissão. Além disso, a [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] era obrigada a afetar prioritariamente ao reembolso antecipado do empréstimo da FSIH os fundos provenientes da futura venda ao NLMK da participação da DII na SIF. A existência de um futuro crédito, quase certo, de [...] milhões de USD relativamente ao NLMK representaria uma garantia líquida e facilmente exigível. Este empréstimo equivalia a um adiantamento sobre o crédito futuro. A FSIH beneficiava também de um penhor sobre 15 % das ações da DPH, sociedade financeiramente muito sólida (nenhuma perda registada até 2009), num valor aproximado de [...] milhões de USD. Por último, a taxa de referência da EURIBOR a 12 meses assegurava uma taxa estável pelo período de 12 meses, característica atrativa em tempos de crise e de redução de taxas. Tendo em conta estas garantias, o risco para a FSIH era, por conseguinte, mínimo.
- (203) As taxas aplicadas pelos bancos privados ao grupo Duferco variavam entre [0,65-1,15] % e [2,75-3,25] %, com uma média de [1,1-1,55] %, ou seja, perfeitamente em linha com as taxas da FSIH. A [...] considera que não se pode excluir da comparação os empréstimos que não tenham exatamente a mesma maturidade, o mesmo montante, a mesma natureza ou que tenham uma taxa de base diferente. Apenas as garantias e a taxa de juro aplicada teriam de ser ponderadas.
- (204) Os montantes dos empréstimos apresentados pela Bélgica eram, em geral, inferiores aos do empréstimo da FSIH, uma vez que a Bélgica só apresentou os empréstimos contraídos em EUR, que representavam apenas uma pequena parte do montante total. A [...] interessou-se pelos empréstimos em várias divisas referentes a montantes consideravelmente superiores. Estes dados demonstravam que a Duferco tinha acesso a linhas de crédito de montante muito elevado e que alguns financiamentos incluíam empréstimos a longo prazo (dez anos). As percentagens destes empréstimos variam entre [0,5-1] % e [2,2-2,65] % com uma média ponderada de [1,6-2,05] %.
- (205) A [...] conclui, portanto, que, à luz das sólidas garantias de que a FSIH beneficiava, as taxas de juro aplicáveis estavam em perfeita conformidade com as taxas de mercado.

5.1.5. MEDIDA 6

- (206) Desde o início, segundo a DLP, as partes tinham previsto que o empréstimo de 30 milhões de EUR poderia ser convertido a curto prazo, o que aconteceu em setembro de 2011. De início, a intenção da FSIH era proceder a um investimento em capital de 100 milhões de EUR. A DLP considera que o empréstimo convertível deve ser analisado juntamente com a injeção de capital e ser tratado como tal.
- (207) A DLP afirma que as intervenções da DII e da FSIH são concomitantes, tendo a DII participado no aumento de capital da DLP, em 7 de julho de 2011, ou seja, poucos dias antes do aumento de capital pela FSIH e após a concessão do empréstimo convertível. Afirma também que as condições da operação são idênticas, tendo ambos os parceiros investido montantes praticamente idênticos. Tratava-se, portanto, de investimentos realizados nas mesmas condições, dado que a FSIH e a DII correm o mesmo risco e beneficiam de uma repartição proporcional dos dividendos e do aumento do valor da sua filial.

- (208) A DLP afirma que a empresa não pertencia ao grupo Duferco no momento do investimento da FSIH, mas que era uma empresa recentemente constituída com o objetivo específico de acolher os investimentos conjuntos dos dois parceiros. O facto de estes investimentos terem, em parte, servido para a aquisição de ativos da SIF era irrelevante, uma vez que o preço de cessão era baseado em relatórios de peritos. Consequentemente, a DLP infere que o investimento efetuado pela FSIH na DLP é *pari passu* com a DIL.
- (209) A DLP lembra ainda que a SOGEPA era acionista da DLL desde 1999 e que, por conseguinte, tinha conhecimento profundo das atividades e da situação financeira da sociedade no que se refere ao setor dos produtos longos. Por intermédio da SOGEPA, a Região da Valónia dispunha de conhecimentos sólidos sobre as condições de mercado, os locais de exploração e o seu ambiente. A DLL revela também que existe apenas um único plano de negócios para cada uma das empresas Duferco Trebos e DLLPL. A FSIH estava, pois, em condições de decidir com pleno conhecimento de causa e dispunha de um nível de informação idêntico ao que teria sido exigido por um investidor privado numa situação idêntica.
- (210) Segundo a DLP, com base nos resultados financeiros, o EBITDA realizado decorridos três meses estava em linha com o EBITDA previsto no plano de negócios para o período de seis meses. No momento do investimento, a FSIH podia, por conseguinte, ficar tranquila quanto ao carácter prudente do plano de negócios.

5.2. OBSERVAÇÕES DA SIF

- (211) A Comissão esclarece que as observações da SIF dizem respeito apenas à medida de que ela é beneficiária, ou seja, a medida 5.
- (212) A SIF considera que a sua situação financeira era sólida no momento da concessão do empréstimo e que as garantias na altura do contrato de empréstimo eram largamente suficientes para reembolsar a totalidade do empréstimo da FSIH. Além disso, ainda segundo a SIF, a rentabilidade da operação de empréstimo não suscitava qualquer dúvida à FSIH, tendo em conta a política de investimentos e de desenvolvimento da SIF. O plano de negócios da SIF relativo às instalações belgas, nomeadamente para os anos de 2007 a 2010, incluía grandes projetos de investimento que ofereciam importantes perspetivas de desenvolvimento do grupo na Bélgica.
- (213) Além disso, a SIF considera que o facto de pertencer a dois importantes atores do setor siderúrgico foi tido em consideração na análise do risco associada à operação de empréstimo pela FSIH. O NLMK concedeu uma garantia à FSIH em caso de alteração no controlo da sociedade. Ao conceder um empréstimo de 75 milhões de EUR à SIF a uma taxa de 2,05 % (margem de 75 pontos de base) quando a taxa do Banco Nacional da Bélgica para os novos empréstimos era de 1,63 %, a FSIH não assumiu qualquer risco imprudente se comparada com um operador privado.
- (214) A SIF recorda que a aplicação do critério do investidor privado numa economia de mercado não exige, de modo algum, uma comparação com empréstimos em tudo idênticos ao concedido pela FSIH. Afirma também que a Comissão precisa que é necessário ter em conta o tipo de operador em causa, a natureza da operação e os mercados em questão. Ao abrigo deste esclarecimento, para a comparação com o empréstimo concedido pela FSIH, devem ser tidos em conta dois empréstimos privados concedidos à Duferco Clabecq, uma filial da SIF. A análise destes empréstimos demonstraria que, no período em que o empréstimo foi concedido pela FSIH, a SIF estava em condições de obter créditos junto de instituições financeiras privadas e que as condições do empréstimo concedido pela FSIH não apresentavam diferenças substanciais em relação ao mercado. As taxas de juro aplicadas pelas instituições de crédito para estes dois empréstimos, [1-1,5] % (empréstimo da Sumitomo) e [1,2-1,7] % (empréstimo do Rabobank), seriam mais baixas do que a concedida pela FSIH (2,05 %). Daqui decorre que o risco subjetivo inerente ao empréstimo concedido pela FSIH seria refletido na taxa de juro aplicada, a taxa EURIBOR a 12 meses, que é um elemento que reforça a segurança do empréstimo para o mutuante, na medida em que garante uma taxa estável para doze meses.
- (215) Por outro lado, segundo a SIF, a ausência de garantias não poderia, em caso algum, constituir uma vantagem. Se não foi exigida qualquer garantia é porque a sua solidez financeira, o facto de pertencer aos grupos NLMK e Duferco e [...] teriam sido suficientes para tranquilizar a FSIH quanto à capacidade da SIF de reembolsar o empréstimo.
- (216) A SIF indica também que a margem de 75 pontos está em conformidade com a prática bancária à época. O empréstimo da Sumitomo mostrou que, para um nível de garantia normal, a margem era de [10-50] pontos, ou seja, inferior à indicada na Comunicação sobre as taxas de referência de 2008 para uma notação «boa» (100 pontos) ou mesmo «sólida» (75 pontos). De igual modo, no caso do empréstimo do Rabobank, a margem é de [45-85] pontos para um nível de garantias normal. Consequentemente, ao considerar que a SIF gozava de uma notação boa, a margem de 75 pontos (inferior a 100 pontos) para um empréstimo a dez anos estaria em linha com o convencionado pelos bancos que, na altura, comprimiram substancialmente as respetivas margens.

- (217) A SIF conclui do que precede que o empréstimo que lhe foi concedido pela FSIH corresponde às condições de mercado e não lhe confere qualquer vantagem.
- (218) A SIF precisa, porém, que, se o empréstimo devia ser considerado auxílio, este poderia ser compatível com o mercado comum nos termos da Comunicação da Comissão sobre o Quadro comunitário temporário relativo às medidas de auxílio estatal destinadas a apoiar o acesso ao financiamento durante a atual crise financeira e económica («Comunicação de 2009») ⁽¹³⁾. Para apreciar a compatibilidade das taxas de juros bonificadas com as regras de auxílio estatal, a Comunicação de 2009 estabeleceu uma taxa reduzida específica para o período de crise. A SIF afirma que estão reunidas todas as condições previstas na Comunicação de 2009: o contrato foi celebrado em 29 de setembro de 2009 e, em 1 de julho de 2008, a empresa não estava em dificuldades. Assim, se o empréstimo viesse a ser considerado como auxílio, a compatibilidade da taxa de juro do empréstimo concedido pela FSIH à SIF deveria ser apreciada à luz da taxa reduzida.

6. COMENTÁRIOS DA BÉLGICA SOBRE AS OBSERVAÇÕES DAS PARTES INTERESSADAS

6.1. COMENTÁRIOS DA BÉLGICA SOBRE AS OBSERVAÇÕES DA [...]

- (219) As observações da [...] não suscitam comentários especiais da Bélgica. Confirmam que as decisões tomadas o foram numa lógica industrial nas condições de mercado.

6.2. COMENTÁRIOS DA BÉLGICA SOBRE AS OBSERVAÇÕES DA SIF

- (220) As observações da SIF não suscitam comentários especiais da Bélgica. A Bélgica declara, de qualquer forma, que se mantém à disposição da Comissão na eventualidade de o empréstimo concedido à SIF ser considerado como um elemento de auxílio, a fim de proceder à verificação da compatibilidade.

7. APRECIACÃO DAS MEDIDAS

7.1. AVALIAÇÃO DA EXISTÊNCIA DE AUXÍLIO NA ACEÇÃO DO ARTIGO 107.º, N.º 1, DO TFUE

- (221) Nos termos do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE, «são incompatíveis com o mercado interno, na medida em que afetem as trocas comerciais entre os Estados-Membros, os auxílios concedidos pelos Estados ou provenientes de recursos estatais, independentemente da forma que assumam, que falseiem ou ameacem falsear a concorrência, favorecendo certas empresas ou certas produções». Esta disposição determina as condições em que uma medida de um Estado-Membro pode ser considerada um auxílio estatal.
- (222) Em primeiro lugar, as medidas em causa devem ter uma origem estatal no sentido de que devem envolver recursos estatais e serem imputáveis ao Estado. Em segundo lugar, a Comissão deve verificar se os recursos estatais conferem uma vantagem. Em terceiro lugar, as medidas de auxílio devem ser seletivas (por exemplo, dirigir-se a uma empresa, a um setor económico ou a uma zona geográfica) por oposição a uma medida de âmbito geral. Em quarto lugar, as medidas devem ser suscetíveis de falsear a concorrência e afetar as trocas comerciais entre os Estados-Membros.
- (223) No que se refere às seis medidas em apreço, a Comissão examinará primeiro os critérios de origem estatal, da seletividade e do impacto sobre a concorrência e as trocas comerciais intracomunitárias. Analisará, em seguida, o critério da vantagem económica para cada uma das medidas.
- (224) A Comissão esclarece que a Bélgica não contestou a origem estatal dos financiamentos, a sua seletividade e o seu impacto sobre a concorrência e as trocas comerciais entre os Estados-Membros. Por conseguinte, a Comissão limitar-se-á, para estes critérios, a confirmar a análise efetuada na decisão de início do procedimento. A Bélgica contesta apenas a condição da existência de uma vantagem económica.

7.1.1. CRITÉRIOS DA ORIGEM ESTATAL E DA IMPUTABILIDADE

- (225) A Comissão recorda que «para que as vantagens possam ser qualificadas de auxílios na aceção do artigo 87.º, n.º 1, CE, devem, por um lado, ser concedidas direta ou indiretamente através de recursos estatais [...] e, por outro, ser imputáveis ao Estado [...]» ⁽¹⁴⁾.

⁽¹³⁾ JO C 83 de 7.4.2009, p. 1.

⁽¹⁴⁾ Acórdão do Tribunal de Justiça de 16 de maio de 2002, França/Comissão, C-482/99, ECLI:EU:C:2002:294, n.º 24.

- (226) O organismo na origem das medidas em apreço é a *holding* financeira FSIH. A FSIH, cujo objeto social é a intervenção em empresas siderúrgicas sediadas no estrangeiro, é uma filial detida a 100 % pela SOGEPA, por sua vez detida a 100 % pela Região da Valónia. Os fundos à disposição da FSIH são, por conseguinte, controlados pela Região da Valónia, constituindo assim recursos estatais.
- (227) A descrição da SOGEPA e da FSIH demonstra que o papel das autoridades públicas é decisivo nas intervenções destas sociedades. A SOGEPA atua a pedido do Governo da Valónia. O artigo 3.º, n.º 1, dos seus estatutos declara que «a sociedade tem por objeto o cumprimento de todas as missões que lhe são confiadas pelo Governo da Valónia, [...]». Neste quadro, assegura, nomeadamente, a aplicação das decisões de intervenção nas sociedades comerciais tomadas pelo Governo da Valónia e a gestão das participações, obrigações, adiantamentos ou interesses que a Região da Valónia ou ela própria venham a deter em tais sociedades». No domínio da siderurgia, qualquer decisão da SOGEPA que ultrapasse a simples gestão da carteira carece ainda do acordo dos ministros da Economia e do Orçamento da Região da Valónia. A este respeito, os artigos de imprensa publicados no Jornal «Le Soir», de 21 de novembro de 2011, referem as reações dos ministros da Valónia com a pasta da Economia na altura dos factos. Estas pessoas assumem manifestamente a responsabilidade do Governo da Valónia quanto às intervenções da FSIH.
- (228) Em conclusão, a Comissão considera que as medidas em apreço satisfazem o critério da origem estatal e são imputáveis à Região da Valónia.

7.1.2. CRITÉRIO DA SELETIVIDADE

- (229) As medidas em apreço dizem respeito apenas às sociedades e filiais do grupo Duferco. São, por conseguinte, seletivas.

7.1.3. CRITÉRIOS DE AFETAÇÃO DA CONCORRÊNCIA E DAS TROCAS COMERCIAIS ENTRE ESTADOS-MEMBROS

- (230) O grupo Duferco está ativo no mercado siderúrgico. As intervenções da FSIH permitiram ao grupo Duferco manter uma posição concorrencial mais forte do que a que teria tido sem essas intervenções. Por outro lado, na União, o mercado siderúrgico tem diversos operadores ativos e os produtos siderúrgicos são objeto de trocas comerciais entre vários Estados-Membros. A vantagem concedida pelas intervenções da FSIH num mercado aberto à concorrência afetou as trocas comerciais. Com efeito, «quando um auxílio financeiro concedido por um Estado reforça a posição de uma empresa relativamente a outras empresas concorrentes nas trocas comerciais intracomunitárias, estas últimas devem ser consideradas influenciadas pelo auxílio» ⁽¹⁵⁾.
- (231) Por conseguinte, em conformidade com a jurisprudência do Tribunal de Justiça da União Europeia ⁽¹⁶⁾, as medidas são suscetíveis de afetar a concorrência e as trocas comerciais entre Estados-Membros.

7.1.4. CRITÉRIO DA VANTAGEM ECONÓMICA

- (232) As operações económicas e financeiras efetuadas por organismos públicos não conferem vantagem à sua contraparte e, por conseguinte, não constituem auxílios estatais, desde que sejam realizadas em condições normais de mercado ⁽¹⁷⁾. Por outras palavras, há que avaliar se, em circunstâncias semelhantes, um investidor privado que opere em condições normais de mercado teria realizado a mesma intervenção. Se tal não for o caso, a empresa beneficiária recebeu uma vantagem económica que não teria obtido em condições normais de mercado, colocando-a numa situação mais favorável em relação aos seus concorrentes ⁽¹⁸⁾.
- (233) A Comissão analisará sucessivamente as seis medidas concedidas ao grupo Duferco de acordo com este critério.

7.1.4.1. Medida 1

i) Sobre as justificações relativas à desvinculação da FSIH

- (234) A Comissão considera que, se não for suficiente para provar o caráter não prudente do investimento, a análise dos motivos de desvinculação da FSIH contribui, no entanto, para o esclarecimento precioso da medida em apreço.

⁽¹⁵⁾ Acórdão do Tribunal de Primeira Instância de 4 de abril de 2001, *Regione Friuli Venezia Giulia/Comissão*, T-288/97, ECLI:EU:T:2001:115, n.º 41.

⁽¹⁶⁾ Acórdão do Tribunal de Justiça de 17 de setembro de 1980, *Philip Morris Holland BV/Comissão*, 730/79, ECLI:EU:C:1980:209, n.ºs 11 e 12.

⁽¹⁷⁾ Acórdão do Tribunal de Justiça de 11 de julho de 1996, *SFEI e o./La Poste*, C-39/94, ECLI:EU:C:1996:285, n.º 60.

⁽¹⁸⁾ Acórdão do Tribunal de Justiça de 5 de junho de 2012, *Comissão/EDF*, C-124/10 P, ECLI:EU:C:2012:318, n.º 90.

- (235) A Bélgica justifica a desvinculação da FSIH da Duferco US pelos seguintes motivos: i) a perceção da FSIH de uma reviravolta iminente na conjuntura do aço; ii) a celebração do acordo de fornecimento de brames com a [...] que, embora estabilizando os resultados, poderia, contudo, limitar os potenciais ganhos da Duferco US; iii) a existência de grande liquidez dentro do grupo Duferco, o que criava uma janela de oportunidade para que a FSIH cedesse as suas participações na Duferco US; iv) as negociações em curso para a cedência de 50 % da SIF ao NLMK, que pretendia a integração da Duferco US no âmbito da parceria com esta empresa.
- (236) Quanto ao primeiro motivo, a Comissão observa que, na sua resposta de 8 de abril de 2015, a Bélgica lhe atribuiu uma importância secundária. Com efeito, a Comissão tinha solicitado à Bélgica que apresentasse todos os estudos, anteriores à medida, sobre as perspetivas do mercado do aço para os cinco anos seguintes. A Bélgica apresentou um resumo do estado da economia americana extraído da publicação «The National Economic Review» relativo aos dois primeiros quadrimestres de 2006 e uma análise do setor do aço, de 10 de abril de 2006, efetuada pelo Crédit Suisse. Os dois primeiros estudos são sínteses gerais do crescimento americano durante os dois primeiros quadrimestres; apontam para uma desaceleração do crescimento do PIB devido à recessão no setor da habitação, mas não preveem uma crise a curto prazo. O segundo estudo, que diz diretamente respeito ao mercado do aço, continua a ser prudente quanto à evolução deste mercado nos Estados Unidos:
- «1. O estado das reservas de aço nos Estados Unidos permanece fraco, o que continua a estimular a procura. [...] Como tal, temos ainda (pelo menos) vários meses à nossa frente, antes de ser necessário preocuparmo-nos com o excesso de oferta no mercado dos EUA. [...]
4. São as importações (ou a produção) que criam as existências, e essa relação parece-nos crucial pela razão a seguir exposta. Embora o mercado dos EUA continue robusto, pensamos que os riscos da pressão sobre a oferta (importações e aumento da produção) podem levar à criação de reservas durante o ano de 2006, e, por conseguinte, ao desanuiamento do mercado norte-americano no final de 2006, à medida que a oferta volta a ser superior à procura.»
- (237) Ao ler estes estudos, a Comissão apercebe-se de que a Bélgica teve bons motivos para relativizar a importância que a perceção do mercado do aço teve na decisão da FSIH de se desvincular. As perspetivas económicas disponíveis na altura da saída da FSIH parecem, de facto, insuficientes para apresentar esta desvinculação como uma verdadeira oportunidade.
- (238) No que respeita ao segundo motivo, a Comissão constata que a celebração de contratos de fornecimento conduziu a uma melhoria significativa dos resultados de Farrell a partir do exercício de 2006. As vendas líquidas quase duplicaram; o resultado da exploração passou de uma perda de [...] milhões de USD para um resultado positivo de [...] milhões de USD; o resultado líquido passou de uma perda de [...] milhões de USD para um resultado positivo de [...] milhões de USD. Com o encerramento do exercício de 2006 em 30 de setembro, a FSIH não podia ignorar a sua melhoria em junho desse ano.
- (239) Não sendo a FSIH um fundo especulativo, a Comissão não está convencida de que o aumento e a estabilização dos rendimentos a um nível confortável e previsível constituam motivos válidos de desvinculação.
- (240) A Comissão não tem objeções quanto ao terceiro motivo, mas considera que este deve ser relativizado em relação ao verdadeiro motivo de desvinculação da FSIH: a aproximação entre os grupos Duferco e NLMK.
- (241) Afigura-se, com efeito, que a iniciativa da desvinculação partiu da Duferco. Conforme indicado pela [...] nas suas observações à Comissão ⁽¹⁹⁾, a cessão pela FSIH das suas ações na Duferco US era uma condição *sine qua non* para a entrada do NLMK no capital da SIF.
- «O NLMK tinha, nomeadamente, proposto como condição prévia para a realização de toda a operação que a totalidade das ações da Duferco US fosse controlada pela SIF, o que implicaria, portanto, o resgate das ações detidas pela FSIH.»
- Tendo em conta o que precede, a FSIH encontrava-se, sem dúvida, numa forte posição para negociar a cedência das suas ações à Duferco. Neste contexto, o facto de não ter, contudo, tentado recuperar mais do que o seu investimento inicial de 95 milhões de EUR deixa presumir que a FSIH não teve o comportamento de um investidor prudente.
- (242) Opondo-se a essa presunção, a Bélgica respondeu nas suas observações que o investimento da FSIH devia ser analisado na moeda funcional da Duferco US (o dólar) e não na da FSIH (o euro). Em dólares, o preço de venda obtido pela FSIH ([...] milhões de USD) ter-lhe-ia concedido um rendimento satisfatório de 6,81 % por ano. A Comissão não concorda com esta posição por dois motivos. Em primeiro lugar, considera que a única moeda que faz sentido para a FSIH, enquanto gestora de um fundo expresso em EUR, é o euro. Em segundo lugar e mais

⁽¹⁹⁾ Observações da [...], de 23 de junho de 2014, ponto 24.

importante ainda, precisa que este debate não tem qualquer impacto sobre a única questão importante, que é a de saber se este preço de [...] milhões de USD (ou, de modo equivalente, de [...] milhões de EUR) corresponde ao preço de mercado que um investidor privado, em circunstâncias semelhantes, teria conseguido obter. Uma vez feita a necessária contextualização, a Comissão pretende agora responder a esta questão.

ii) Sobre o comportamento da FSIH enquanto investidor privado

- (243) No momento de negociar a cessão das suas ações na Duferco US, a Comissão constata, em primeiro lugar, que a FSIH não lançou um procedimento de concurso público, transparente e incondicional porque, segundo esta, «era difícil recorrer a um adquirente terceiro para a alienação de uma participação minoritária numa empresa privada (não cotada)» ⁽²⁰⁾. A análise aos motivos da desvinculação da FSIH desacredita claramente este argumento: se a FSIH não tentou lançar a Duferco a concurso, foi para agradar a esta, que necessitava urgentemente das ações da FSIH para celebrar o acordo com o NLMK.
- (244) Mas a Comissão não exige sistematicamente a abertura de um procedimento de concurso ⁽²¹⁾ para considerar que uma venda está em conformidade com o preço de mercado. Pelo contrário, recomenda neste caso o recurso a peritagens independentes para determinar uma avaliação do preço de mercado.
- (245) Ora, a FSIH não recorreu a qualquer peritagem desta natureza. A Bélgica considera, a este respeito, que a realização de um relatório de avaliação era tão inútil como um concurso «tendo em conta a participação ativa e efetiva da FSIH na Farrell desde a sua entrada no capital em 2003 e o seu perfeito conhecimento do setor siderúrgico» ⁽²²⁾.
- (246) A Comissão conclui, por conseguinte, que os dois métodos que habitualmente utiliza para determinar um preço de mercado — a saber, o concurso ou a peritagem independente — não foram implementados pela Região da Valónia.
- (247) Quando um Estado-Membro sustenta que uma operação económica satisfaz o critério do investidor privado numa economia de mercado, é obrigado a facultar elementos que provem que a decisão de efetuar a transação foi tomada, na altura, com base em avaliações económicas comparáveis às que, em circunstâncias semelhantes, um operador privado racional teria efetuado para determinar a vantagem económica que daí decorre.
- (248) Com efeito, segundo o acórdão EDF ⁽²³⁾:
- «83. Esses elementos devem evidenciar claramente que o Estado-Membro em causa adotou prévia ou simultaneamente à concessão da vantagem económica a decisão de proceder, através da medida efetivamente aplicada, a um investimento na empresa pública controlada.
84. A este propósito, podem, nomeadamente, ser exigidos elementos que demonstrem que essa decisão se baseia em avaliações económicas comparáveis às que, nas circunstâncias do caso em apreço, um investidor privado razoável colocado numa situação o mais semelhante possível à do referido Estado-Membro teria efetuado, antes de proceder ao referido investimento, para determinar a rentabilidade futura desse investimento.
85. Em contrapartida, avaliações económicas levadas a cabo depois da concessão da referida vantagem, a verificação retrospectiva da rentabilidade efetiva do investimento efetuado pelo Estado-Membro em causa ou justificações posteriores à escolha do procedimento efetivamente seguido não bastam para demonstrar que esse Estado-Membro adotou, prévia ou simultaneamente a essa concessão, uma decisão desse tipo enquanto acionista [...].»
- (249) No entanto, a Comissão observa que os métodos de avaliação apresentados pela Bélgica e pela [...] são estudos posteriores à aplicação da medida em apreço. Foram utilizados para responder às dúvidas formuladas pela Comissão na decisão de início do procedimento, ou seja, muito depois dos factos em causa.
- (250) A este respeito, a Comissão salienta nas observações da [...] ⁽²⁴⁾ que, quando esta solicitou à KPMG que reconstituísse *a posteriori* a avaliação da Duferco US, a KPMG teve de descartar a abordagem pelos rendimentos, devido à ausência do plano de negócios que teria sido elaborado na altura pela Duferco US.

⁽²⁰⁾ Nota de rodapé n.º 2 das observações da Bélgica sobre a decisão de início do procedimento, de 11 de dezembro de 2013.

⁽²¹⁾ Acórdão do Tribunal Geral de 28 de fevereiro de 2012, *Land Burgenland/Comissão*, T-268/08 e T-281/08, ECLI:EU:T:2012:90, n.º 72.

⁽²²⁾ Observações da Bélgica, de 11 de dezembro de 2013, ponto 32.

⁽²³⁾ Acórdão do Tribunal de Justiça de 5 de junho de 2012, *Comissão/EDF*, C-124/10 P, ECLI:EU:C:2012:318, n.ºs 83 a 85.

⁽²⁴⁾ Observações da [...], ponto 42, p. 12.

- (251) A Comissão solicitou, por três vezes, documentos anteriores que comprovassem a existência de trabalhos preliminares à decisão da FSIH ⁽²⁵⁾. A Bélgica respondeu que, desde 2003, data da entrada da FSIH no capital da Duferco US, nos conselhos de administração da Duferco US e da Farrell estavam presentes três administradores que representam a FSIH e que estavam envolvidos na gestão dessas sociedades. Foram trocados muitos relatórios entre os acionistas da Duferco US ⁽²⁶⁾. Assim, a Bélgica apresentou dois exemplos de relatórios datados de agosto de 2004 e de março de 2005. Estes relatórios são a descrição, com algumas páginas, de duas visitas à Farrell, efetuadas por representantes da FSIH. A Comissão considera que não permitem de forma alguma determinar a avaliação da participação da FSIH na Duferco US. A Bélgica considera que esses peritos do setor da siderurgia estavam em condições de avaliar, eles próprios, a situação da empresa ⁽²⁷⁾. A Comissão observa, no entanto, que a Bélgica não apresentou qualquer nota, cartas ou outros documentos descrevendo os contactos que esses peritos do setor da siderurgia puderam fazer no grupo Duferco para determinar o preço da participação da FSIH na Duferco US.
- (252) À luz desta realidade, das causas da desvinculação da FSIH e da jurisprudência resultante do acórdão *EDF*, a Comissão conclui que a FSIH não agiu como um investidor privado numa economia de mercado aquando da cessão das suas ações na Duferco US.

iii) Quantificação do elemento de auxílio

- (253) A Comissão mostrou que, ao não agir como um investidor privado, a FSIH concedeu uma vantagem económica à DII, que esta não teria obtido em condições normais de mercado.
- (254) Na tendo a Bélgica comprovado que uma avaliação *ex ante* da Duferco US teria conduzido ao preço de venda efetivamente pago, a Comissão levou a cabo a sua própria apreciação da avaliação da Duferco US ao nível dos 49,99 % (quota detida pela FSIH).
- (255) Em primeiro lugar, a Comissão recusa excluir totalmente o método de avaliação através dos capitais próprios, utilizado na decisão de início do procedimento. No entanto, de maneira a ter em conta as observações da Bélgica sobre as limitações intrínsecas desse método, a Comissão utilizá-lo-á apenas para fins de verificação.

Quadro n.º 1

Fundos próprios e resultados líquidos da Duferco US (em milhares de USD)

	2003/09	2004/09	2005/09	2006/09
Fundos próprios	51 912	129 686	115 795	140 577
Resultado líquido	- 6 596	77 716	- 13 891	24 782

Quadro n.º 2

Fundos próprios e resultados líquidos da Farrell (em milhares de USD)

	2003/09	2004/09	2005/09	2006/09
Fundos próprios	78 721	157 370	134 150	139 402
Resultado líquido	- 7 034	78 591	- 13 279	25 458

- (256) Destes dados, resulta simplesmente que o método de avaliação baseado no valor dos fundos próprios conduz inevitavelmente a um valor mais elevado em 2006 do que em 2003.
- (257) Contudo, a Comissão considerou o valor da participação da FSIH na Duferco US segundo o método preconizado pela Bélgica: o do múltiplo do EBITDA. Este método exige o cálculo: i) do EBITDA para 2006 (ano da cessão); ii) de um múltiplo a aplicar-lhe, com base em empresas equiparáveis.

⁽²⁵⁾ Pedido de informação de 29 de novembro de 2011, 29 de junho de 2012 e 27 de janeiro de 2015.

⁽²⁶⁾ Resposta da Bélgica de 4 de junho de 2013.

⁽²⁷⁾ Resposta da Bélgica de 28 de Setembro de 2012.

- (258) A Bélgica previa basear-se num EBITDA entre 25 e 42 milhões de EUR para 2006. De acordo com as contas consolidadas da Duferco US em 30 de setembro de 2006 ⁽²⁸⁾, o EBITDA ascendeu, na realidade, a 52,25 milhões de USD (resultado da operação: 45,97 + depreciação e amortizações: 6,28). O essencial deste bom resultado deveria já ser conhecido em 14 de junho de 2006, uma vez que só faltavam dois meses e meio para o encerramento do exercício. Por conseguinte, a Comissão considera que o intervalo de variação preconizado pela Bélgica é injustamente baixo. Regista ainda que o estudo posterior realizado pela KPMG considera um EBITDA «previsto» para o exercício de 2006 de 42 milhões de USD. O confronto destes diferentes elementos levou a Comissão a considerar que, no decurso de 2006, poderia ter sido realisticamente previsto um valor de EBITDA de 47,12 milhões de USD ⁽²⁹⁾.
- (259) A estimativa da Comissão é corroborada pelos elementos que se seguem. Em 12 de junho de 2006, numa nota ⁽³⁰⁾ para o seu Conselho de Administração de 14 de junho, a FSIH previa um resultado estabilizado de «20 a 25 milhões de USD» para 2006 e para os anos subsequentes. Isso confirma, antes de mais, que a FSIH tinha alguma visão sobre a situação financeira da empresa. Mas isso constitui sobretudo um bom indicador do nível de EBITDA que podia ser esperado *ex ante*. A reconstituição contabilística e financeira realizada pela KPMG em 2014 conclui, com efeito, que um resultado líquido de 20,3 milhões de EUR está em consonância com um EBITDA de 42,3 milhões de EUR. Com base neste rácio EBITDA/resultado líquido de 2,09 e aplicando-o a um resultado líquido previsional de 22,5 milhões de EUR (média aritmética do intervalo de variação previsto pela FSIH na sua nota ao Conselho de Administração), obtém-se, então, um EBITDA previsional para 2006 de 47 milhões de EUR — um montante muito próximo dos 47,12 milhões de EUR estimados pela Comissão no considerando anterior.
- (260) Quanto ao múltiplo a aplicar, a Comissão reutiliza o relativo à metodologia seguida pela Hatch Beddows aquando da avaliação da Duferco US realizada em 2003, ou seja, um múltiplo de [...]. Este estudo constitui, de facto, a única avaliação *ex ante* disponível no momento da cessão.
- (261) Daqui resulta que o valor da participação da FSIH na Duferco US seria fixado em [...] milhões de USD ⁽³¹⁾. O montante de auxílio corresponde à diferença entre esta avaliação e o preço de cessão de [...] milhões de USD fixado em 2006, ou seja, 15,24 milhões de USD.
- (262) A este montante deve acrescentar-se o valor da opção de compra, isto é, [...] milhões de USD, tal como avaliado *ex post* pela KPMG. O montante total do auxílio recebido pela DII eleva-se, por conseguinte, a 15,34 milhões de USD, ou seja, em princípio, 11,58 milhões de EUR ⁽³²⁾.
- (263) A Comissão observa que o montante de auxílio assim calculado confirma que o preço de venda da participação da FSIH na Duferco US não corresponde ao que um investidor privado a operar em condições normais de mercado teria podido esperar.

7.1.4.2. Medida 2

i) Sobre as justificações relativas à desvinculação da FSIH

- (264) Nas suas observações, a Bélgica considerou que a desvinculação da FSIH da DPH se ficou a dever aos seguintes fatores: caráter cíclico do setor, entrada e influência de novos investidores privados no grupo Duferco ([...] e NLMK), disponibilidade de liquidez dentro do grupo Duferco.
- (265) Se o último fator não suscita dúvidas, a Comissão contesta que os dois primeiros fatores tenham desempenhado um papel decisivo. Com efeito, nenhum desses dois motivos consta da ata do Conselho de Administração de 14 de junho de 2006 da FSIH ⁽³³⁾, que trata da cessão das ações da DPH. Pelo contrário, a ata refere-se a outra motivação mais premente: a necessidade urgente de liquidez por parte da FSIH.

«No fim do ano de 2005, a F.S.I.H. foi confrontada com importantes necessidades de tesouraria para financiar projetos urgentes.

Na mesma altura, o grupo Duferco teve a oportunidade de vender a sua unidade industrial situada na Rússia.

A F.S.I.H. aproveitou a oportunidade para solicitar à [empresa que, nessa altura, controlava a DPH] que lhe comprasse as ações que detinha na D.P.H.»

⁽²⁸⁾ Anexo 1 da resposta da Bélgica de 28 de setembro de 2012, p. 24 e 6.

⁽²⁹⁾ Este valor corresponde à média aritmética do cálculo *ex post* do EBITDA de 2006 pela KPMG e do EBITDA efetivamente realizado em 2006.

⁽³⁰⁾ Anexo da resposta da Bélgica de 25 de setembro de 2015, p. 2.

⁽³¹⁾ [...] × 49,9 % de participação da FSIH.

⁽³²⁾ Taxa de câmbio USD/EUR em 12 de dezembro de 2006, ou seja, 0,7550.

⁽³³⁾ Anexo 4 da resposta da Bélgica de 8 de abril de 2015, p. 6 «Operação projetada».

- (266) Recorde-se que a FSIH recebeu uma dotação de 180 milhões de EUR da SOGEPA aquando da sua criação. No final de 2005, esta quantia estava quase totalmente imobilizada: 95 milhões de EUR tinham sido investidos na Duferco US e 80 milhões de EUR na DPH. Ora, em 2006, a FSIH queria apoiar outros projetos considerados, indubitavelmente, mais prioritários do ponto de vista do poder público da Valónia. Um deles foi o reacondicionamento do alto-forno e da coqueria de Carsid, «projeto estratégico para o futuro da siderurgia na bacia de Charleroi [e] que, seguramente, se inseria no objeto da SOGEPA» ⁽³⁴⁾.
- (267) Com base nestes motivos, afigura-se que foram considerações essencialmente políticas e sociais que levaram a FSIH a alienar a sua participação na DPH: a FSIH tinha de conseguir o capital necessário para poder continuar a apoiar a indústria siderúrgica na Valónia. Ao agir desta forma, a FSIH não tinha em mente avaliar a sua participação no seu valor máximo. Pelo contrário, a sociedade da Valónia colocou-se numa posição de fragilidade para negociar com a Duferco a sua saída da DPH.

ii) Sobre o comportamento da FSIH enquanto investidor privado

- (268) Neste contexto, a [empresa que, nessa altura, controlava a DPH] tinha toda a liberdade para fazer uma proposta de aquisição agressiva. É então que a FSIH dá início a um estudo independente para validar a proposta da [empresa que, nessa altura, controlava a DPH], como consta da ata do Conselho de Administração, de 14 de junho de 2006, da FSIH ⁽³⁵⁾:

«A fim de validar o preço proposto para a operação, a FSIH mandou proceder a uma avaliação do grupo pela empresa Ernst & Young.»

- (269) Quando um organismo público vende um bem a uma pessoa singular, deve ser determinado se o preço de cessão equivale a um preço de mercado na medida em que corresponde àquele que poderia ser obtido pelo adquirente em condições de mercado. Para o efeito, o organismo público deve recorrer ou a um procedimento de concurso público, transparente e incondicional, ou, na falta deste, a uma peritagem independente.
- (270) A Comissão não nega que a FSIH tenha agido como um investidor privado no momento em que deu início ao estudo independente de Ernst & Young. No entanto, constata que, apesar dos pedidos nesse sentido ⁽³⁶⁾, a Bélgica não conseguiu fornecer-lhe provas de que as conclusões deste estudo foram efetivamente tomadas em consideração aquando da negociação entre as partes. Pelo contrário, parece que, com pressa para ceder a sua participação, a FSIH deixou à [empresa que, nessa altura, controlava a DPH] a iniciativa de propor um preço, que foi aceite sem que as conclusões da avaliação posterior fossem trazidas para a negociação. Por conseguinte, a Comissão sustenta que o relatório da Ernst & Young 2006 não foi utilizado como o faria um investidor privado numa economia de mercado e, em resumo, serviu apenas para conferir a uma negociação já praticamente concluída a aparência de uma transação de mercado.
- (271) Face ao exposto, conclui-se que os «descontos» longamente argumentados pela Bélgica não foram debatidos — ou, pelo menos, suficientemente debatidos — enquanto tal com a [empresa que, nessa altura, controlava a DPH] na altura das negociações. Pelo contrário, surgem como a criação *ex post*, de justificações parcialmente invocadas a nível interno pela FSIH para se convencer da legitimidade do preço proposto pela [empresa que, nessa altura, controlava a DPH].
- (272) Além disso, a Comissão observa que, por mais criticáveis que sejam, segundo a Bélgica, os resultados do relatório da Ernst & Young 2006, a Região da Valónia não considerou necessário solicitar uma peritagem contraditória como já o tinha feito em 2003, aquando da sua entrada na Duferco US. Ora, discussões tão técnicas e importantes como as invocadas pela Bélgica relativas a descontos alegadamente negociados entre a FSIH e a [empresa que, nessa altura, controlava a DPH], teriam, de qualquer modo, justificado uma contraperitagem.
- (273) Por estas razões, a Comissão considera que não necessita de comentar os «descontos» ponto por ponto, uma vez que o comportamento da FSIH não foi, de modo algum, o de um investidor privado numa economia de mercado. A Comissão conclui que, ao vender a sua participação por [...] milhões de USD, a FSIH conferiu à [empresa que, nessa altura, controlava a DPH] uma vantagem económica que não teria podido obter em condições normais de mercado.

⁽³⁴⁾ Resposta da Bélgica de 15 de setembro de 2015, p. 2.

⁽³⁵⁾ Anexo 4 da resposta da Bélgica, de 8 de abril de 2015, página 7 «Justificação do preço».

⁽³⁶⁾ Pedido de informação de 15 de setembro de 2015.

iii) Quantificação do elemento de auxílio

- (274) Numa altura em que a única peritagem independente indicava um preço de mercado entre [...] e [...] milhões de USD, o elemento de auxílio a favor da [empresa que, nessa altura, controlava a DPH] presente nesta medida equivale à diferença entre o valor mais baixo deste intervalo de variação e o preço efetivo da transação, ou seja, 25,58 milhões de USD (ou 20,36 milhões de EUR ⁽³⁷⁾).

7.1.4.3. Medida 3**i) Sobre o caráter *pari passu* da operação**

- (275) A conformidade de uma operação com o princípio do investidor privado em economia de mercado é considerada respeitada se for possível comprovar que a referida operação teve lugar em condições *pari passu* entre investidores públicos e privados.
- (276) A Bélgica alega que o investimento da FSIH na DSIH é *pari passu* com o da Duferco Développement, dado que:
- i) os riscos são idênticos para a FSIH e a Duferco Développement (sendo que a DSIH não pertence nem ao grupo Duferco nem à FSIH antes da tomada de participação conjunta);
 - ii) os montantes injetados são idênticos;
 - iii) as intervenções são concomitantes.
- (277) A [...] confirma os argumentos defendidos pela Bélgica.
- (278) A Comissão não contesta a concomitância no tempo das operações. Em contrapartida, refuta os dois primeiros argumentos da Bélgica e, por conseguinte, considera que a tomada de participação da FSIH não é *pari passu* com a da Duferco Développement.
- (279) Embora a DSIH tenha formalmente sido constituída fora do grupo Duferco, na realidade a Comissão observa que a DSIH serviu de simples veículo à Duferco para esta adquirir conjuntamente com a FSIH uma sociedade, a Carsid Développement, da qual detinha a totalidade do capital no âmbito da SIF. Para que fique registado, a Duferco é o único acionista da SIF até 18 de dezembro de 2012, data da aquisição pelo NLMK de 50 % da *holding* luxemburguesa.
- (280) Por conseguinte, o grupo Duferco pagou [...] milhões de EUR para adquirir a Carsid Développement através da DSIH, e recebeu [...] milhões de EUR pela venda da Carsid Développement através da sua filial SIF. Esta operação, que, na realidade, mais não é do que uma simples transferência de filiais, proporciona benefícios ao grupo Duferco, dado que representa um desembolso de [...] milhões de EUR para a FSIH.
- (281) A Comissão conclui que, na tomada de participação igual, a FSIH injetou [...] milhões de EUR em dinheiro numa filial do grupo Duferco, enquanto este recebia [...] milhões de EUR em termos líquidos sem ter de assumir novos riscos. Nestas condições, não se pode afirmar que se tratou de um investimento *pari passu*.

ii) Sobre o comportamento da FSIH enquanto investidor privado

- (282) Além do caráter não *pari passu* da operação, a Comissão expõe as razões que lhe permitem chegar inequivocamente à conclusão de que a operação não observou o princípio do investidor privado numa economia de mercado. Essas razões estão relacionadas com a forma como a FSIH avaliou a sua tomada de participação na DSIH, em particular no que se refere: i) aos elementos do ativo e do passivo detidos pela Carsid Développement; ii) à avaliação do projeto [...].
- (283) A Carsid Développement surge em 2006 da cisão parcial da sua empresa-mãe Carsid, que injeta na empresa recentemente criada uma série de ativos em espécie. Este contributo foi avaliado pela KPMG em 14 de novembro de 2006 ⁽³⁸⁾. O relatório da KPMG («relatório da KPMG 2006») indica uma entrada de ativos no valor de [...] milhões de EUR, constituídos em mais de 99 % por créditos comerciais à Duferco La Louvière Sales, e uma entrada de passivo de um montante semelhante ([...] milhões de EUR), correspondente a uma provisão para riscos ambientais destinada a cobrir os custos ainda não autorizados de desmantelamento das instalações da Carsid.
- (284) A FSIH tomou efetivamente em consideração os [...] milhões de EUR de créditos comerciais na sua avaliação da Carsid Développement (e, portanto, da DSIH) ⁽³⁹⁾. Em contrapartida, e apesar de um pedido da Comissão nesse sentido ⁽⁴⁰⁾, a Bélgica não forneceu provas convincentes de a FSIH ter tido em conta o passivo da Carsid Développement na avaliação da DSIH. Com efeito, a Bélgica alega que este passivo não correspondia, na realidade, a qualquer obrigação legal, pois a regulamentação relativa aos solos contaminados aplicável na Valónia datava

⁽³⁷⁾ Taxa de câmbio USD/EUR em 14 de junho de 2006, ou seja, 0,7959.

⁽³⁸⁾ Anexo 20 da resposta da Bélgica de 5 de janeiro de 2012.

⁽³⁹⁾ Ver, por exemplo, a resposta da Bélgica de 11 de dezembro de 2013, ponto 86.

⁽⁴⁰⁾ Pedido de informação de 15 de setembro de 2015.

apenas de 2008. O saneamento só deveria ter sido levado a cabo na perspetiva de uma posterior avaliação do terreno. Ora, nesta última hipótese, os custos do saneamento teriam sido perfeitamente compensados pelo valor do terreno saneado, alegadamente estabelecido pelas partes em [...] milhões de EUR. Não havia, portanto, forma de avaliar a provisão ambiental inscrita nas contas. A Comissão constata que a Bélgica não apresentou à Comissão qualquer prova dessas discussões, nem qualquer peritagem que comprove o valor dos terrenos saneados. Conclui, por conseguinte, que este passivo não foi devidamente tido em conta na avaliação da Carsid Développement pela FSIH.

- (285) Quanto ao projeto [...], a região alega que a FSIH baseou a sua análise em elementos objetivos de custo, identificados num estudo independente encomendado em 2006 pela Duferco a uma empresa especializada na reabilitação de espaços industriais e de aterros (a «SPAQuE»), e em avaliações do valor de mercado dos terrenos descontaminados.
- (286) A Comissão reconhece a pertinência dos elementos de custo, estabelecidos, na altura, por um perito independente. Em contrapartida, observa que o valor de mercado dos terrenos descontaminados não foi objeto de qualquer estudo independente *ex ante*. A Bélgica justifica o número avançado de [...] milhões de EUR com um estudo levado a cabo por peritos da Galtier, em 2010, ou seja, quatro anos após a medida em análise.
- (287) A Comissão faz notar que o estudo independente da SPAQuE propunha, contudo, em 2006, uma avaliação das receitas que podiam ser geradas com a venda dos terrenos descontaminados ⁽⁴¹⁾. Em nenhum dos cenários previstos pela SPAQuE, as receitas ultrapassavam os [...] milhões de EUR. Com base nestes dados da altura, afigura-se, pois, impossível justificar o valor de [...] milhões de EUR pago pela FSIH.
- (288) Por último, e mesmo sendo aceite a projeção de [...] milhões de EUR defendida pela Bélgica, a Comissão constata que não é comum, para um investidor privado em economia de mercado, avaliar um projeto pela soma não atualizada dos seus custos e dos benefícios esperados. Um investidor privado numa economia de mercado não avalia, com efeito, da mesma forma os lucros que só se concretizarão a longo prazo e as despesas a incorrer em breve.
- (289) A Comissão observa que estes erros de apreciação não se teriam verificado se, na altura, tivesse sido levado a cabo um exercício completo e unificado de avaliação da Carsid Développement. Por conseguinte, a Comissão constata que a FSIH não procedeu, *ex ante*, a uma avaliação económica do tipo das exigidas pelo investidor privado numa economia de mercado.
- (290) À luz do que precede e da jurisprudência *EDF* já evocada no considerando 248, a Comissão conclui que a FSIH não se comportou como um investidor privado numa economia de mercado, tendo, dessa forma, conferido uma vantagem económica à DSIH em condições que não são de mercado.

iii) Quantificação do elemento de auxílio

- (291) Uma vez que a transmissão pela DSIH das suas atividades deu origem apenas a um crédito, não recebido e atualmente detido pela Duferco Valónia, a Comissão considera que o montante do auxílio concedido à DSIH é igual ao montante total da tomada de participação da FSIH, ou seja, [...] milhões de EUR.

7.1.4.4. Medidas 4 e 5

i) A inadequação de uma abordagem comparativa

- (292) A Comissão considera que, para confirmar se um empréstimo constitui um elemento de auxílio, é necessário determinar se a empresa beneficiária estava em condições de obter as quantias em causa em condições semelhantes no mercado de capitais ⁽⁴²⁾. Para tal, a Comissão pode adotar uma abordagem comparativa e analisar os empréstimos em apreço de acordo com as operações de mercado que considere comparáveis. Foi neste contexto que a Comissão solicitou à Bélgica que indicasse se a [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] e a SIF tinham obtido, em 2009, empréstimos comparáveis junto de instituições financeiras que não a FSIH, e, em caso afirmativo, em que condições.
- (293) A Bélgica apresentou à Comissão alguns quadros com um determinado número de empréstimos concedidos à [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] e à SIF.

⁽⁴¹⁾ Anexo 6 da resposta da Bélgica de 4 de junho de 2013, quadro recapitulativo de custos e receitas.

⁽⁴²⁾ Acórdão do Tribunal de Primeira Instância de 30 de abril de 1998, *Cityflyer Express Ltd/Comissão*, T-16/96, ECLI:EU:T:1998:78, n.º 51.

- (294) No caso da [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura], a Bélgica precisou que, enquanto *holding* não operacional, esta empresa nunca teve necessidade de recorrer ao empréstimo bancário, pelo que é impossível comparar estas duas taxas com a taxa efetivamente aplicada pelos bancos a esta sociedade em particular. Para a [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura], os pontos de comparação fornecidos pela Bélgica referem-se, por conseguinte, a todas as filiais da empresa.
- (295) Para a [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura], assim como para a SIF, a Comissão já tinha declarado na sua decisão de início do procedimento ⁽⁴³⁾ que os quadros continham empréstimos que não eram comparáveis com os agora em análise: maturidades diferentes (em geral, mais curtas do que as dos dois empréstimos em questão), montantes diferentes (muito menos elevados que os dois empréstimos), natureza diferente (os quadros incluem, por exemplo, empréstimos renováveis de um ano e autorizações de descoberto) e, por último, natureza de garantias diferentes (hipotecas sobre imóveis ou outros ativos corpóreos).
- (296) A Bélgica criticou a Comissão por não ter apresentado fundamentação suficiente para a sua recusa em considerar os empréstimos apresentados como elementos válidos de comparação. Na realidade, os critérios de análise adotados pela Comissão não seriam admissíveis uma vez que, segundo a Bélgica ⁽⁴⁴⁾, a taxa de juro não depende de nenhum dos seguintes fatores: i) maturidade do empréstimo; ii) natureza do empréstimo; iii) montante do empréstimo.
- (297) Contrariamente às alegações da Bélgica, a Comissão observa que é comumente admitido nos meios financeiros que a maturidade do empréstimo tem, incontestavelmente, influência sobre a determinação da sua remuneração. Consequentemente, o Banco Central Europeu representou num gráfico ⁽⁴⁵⁾ a relação entre a taxa de remuneração de um empréstimo e a sua maturidade. A curva demonstra muito claramente que a remuneração aumenta em função da maturidade do empréstimo e, em particular, nos dez primeiros anos. Esta constatação decorre igualmente da jurisprudência do Tribunal Geral da União Europeia. No processo *Arbel Fauvet* ⁽⁴⁶⁾, o Tribunal Geral confirmou a análise da Comissão segundo a qual as condições de remuneração de um crédito a curto prazo e de um crédito a longo prazo não podem ser semelhantes:
- «Com efeito, o aumento do descoberto na conta corrente concedido por um banco privado é um crédito a muito curto prazo, ao contrário dos adiantamentos em causa, que são concedidos por três anos, que nem sequer está sujeito às mesmas análises de risco feitas pelos credores. O facto de um devedor poder obter um crédito a curto prazo não permite, portanto, julgar as suas possibilidades de obter um empréstimo a mais longo prazo, cujo reembolso dependerá da sua capacidade de sobrevivência.»
- (298) A Comissão considera que a natureza do empréstimo também influencia a sua remuneração. O risco relativo ao projeto de financiamento de uma necessidade de fundo de maneio não pode ser remunerado da mesma maneira que o de um projeto de investimento em capital. Sendo o nível de risco diferente consoante a natureza do projeto a financiar, a sua remuneração é necessariamente adaptada em conformidade.
- (299) Por estas razões, a Comissão não aceita a objeção formulada pela Bélgica e confirma a sua recusa em aplicar uma abordagem comparativa com base nos empréstimos apresentados pela Bélgica.
- (300) Na sequência da recusa da Comissão em examinar os empréstimos apresentados pela Bélgica, a [...] e a SIF manifestaram o desejo de dar conhecimento de outros empréstimos à Comissão.
- (301) A [...] apresentou, por conseguinte, um quadro que identifica 19 empréstimos em várias divisas de montantes mais elevados do que os enumerados pela Bélgica. A Comissão verifica que, destes 19 empréstimos, só um foi concedido em 2009. Diz respeito, neste caso, a uma facilidade de pagamento que podia ser mobilizada em períodos de cerca de um mês (tendo o contrato de empréstimo da FSIH sido celebrado por um período de seis anos). A maioria dos restantes empréstimos foi concedida entre 2003 e 2008, ou seja, antes do desencadeamento da crise financeira e num período em que o mercado do aço se encontrava ainda em crescimento. Devido precisamente a estas diferenças substanciais, a Comissão considera que os 19 empréstimos apresentados pela [...] não constituem bons elementos de comparação para o empréstimo da FSIH.
- (302) Quanto à SIF, a Comissão considera que os dois empréstimos que foram dados a conhecer à Comissão não são pertinentes. É certo que se trata de dois empréstimos a longo prazo. No entanto, estes empréstimos eram acompanhados por garantias importantes: i) garantias por parte da DPH e do NLMK; ii) relativamente ao empréstimo do Rabobank: [...]; iii) relativamente ao empréstimo da Sumitomo: uma garantia de [...]. O empréstimo concedido pela FSIH não é assegurado por quaisquer garantias. Além disso, os empréstimos apresentados pela SIF eram [...], ao passo que o empréstimo concedido pela FSIH é [...]. Daqui decorre que o empréstimo concedido pela FSIH era mais arriscado do que os empréstimos referidos pela SIF. Consequentemente, estes empréstimos não podem servir de elementos de comparação.

⁽⁴³⁾ Ponto 167.

⁽⁴⁴⁾ Resposta da Bélgica de 11 de dezembro de 2013, pontos 255-279.

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

⁽⁴⁶⁾ Acórdão do Tribunal Geral de 12 de maio de 2011, *Région Nord-Pas-de-Calais/Comissão*, T-267/08 e T-279/08, ECLI:EU:T:2011:209, n.º 161.

- (303) À luz do que precede, a Comissão conclui que os exemplos de empréstimos apresentados pela Bélgica, pela [...] e pela SIF não são comparáveis aos dois empréstimos em análise. O método comparativo é, por conseguinte, inconclusivo no caso em apreço.

ii) Análise dos empréstimos de acordo com a Comunicação sobre taxas de referência de 2008

- (304) Para os casos em que é difícil ou impossível identificar operações equiparáveis no mercado, a Comissão desenvolveu indicadores para determinar se os empréstimos contêm elementos de auxílio. Relativamente aos empréstimos, a metodologia que permite calcular uma taxa de referência equivalente ao preço de mercado está descrita na Comunicação sobre as taxas de referência de 2008. Esta metodologia baseia-se em dois parâmetros fundamentais: a margem de juro e o nível das garantias.
- (305) A Comissão pretende, em primeiro lugar, aplicar esta metodologia ao empréstimo concedido à [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura].
- (306) A Bélgica alega que a [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] podia justificar a notação AAA no momento da concessão do empréstimo pela FSIH. Com base num quadro de uma quarentena de empréstimos em euros detidos, em 2009, pela Duferco ⁽⁴⁷⁾, a Bélgica argumenta, com efeito, que as margens aplicadas pelos bancos comerciais à Duferco refletiriam uma notação AAA com garantias elevadas, em conformidade com a comunicação sobre as taxas de referência de 2008. Se essa comunicação é o reflexo fiel do mercado, podemos ser levados a pensar que a Duferco podia reivindicar uma notação AAA.
- (307) A Comissão refuta este argumento. Os empréstimos identificados no quadro apresentado pela Bélgica mostram uma margem geralmente compreendida entre 70 e 150 pontos de base. Um número significativo destes empréstimos foi negociado a 100 pontos de base. Ora, uma vez que a Bélgica parece sustentar que a Duferco complementa os seus empréstimos com garantias elevadas, a Comunicação sobre as taxas de referência de 2008 indica-nos que uma margem de 100 pontos de base reflete uma notação BB para este nível de garantias. Por conseguinte, o raciocínio da Bélgica levaria a atribuir à [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura], no máximo, a notação BB.
- (308) Esta estimativa de notação financeira da [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] é confirmada pela comparação com as notações dos principais grupos siderúrgicos mundiais em 2009. Em primeiro lugar, a nenhum grupo siderúrgico a nível mundial, independentemente da agência de notação, foi atribuída a notação AAA, em 2009. Aliás, a Bélgica não refuta esta constatação. Sobre os dez principais grupos siderúrgicos mundiais objeto de notação em 2009 ⁽⁴⁸⁾, a Comissão observa que apenas dois deles receberam a notação A e A-, três estavam na categoria BBB e quatro pertenciam à categoria BB. A Comissão deduz, do que precede, que o grupo Duferco dificilmente podia justificar uma notação equivalente a AAA em 2009, e que a notação «BB» decorrente da abordagem proposta pela Bélgica parece estar em linha com a de muitos outros grupos siderúrgicos — trata-se mesmo da notação mais frequentemente registada em 2009.
- (309) Quanto ao valor das garantias, a Comissão não partilha a opinião da Bélgica, segundo a qual as garantias relativas ao empréstimo concedido à [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] seriam muito sólidas. Para que fique registado, estas garantias são constituídas por um penhor sobre 15 % das ações da DPH e a garantia de que é dada prioridade ao reembolso à data de vencimento de um crédito futuro, mas quase certo, de [...] milhões de USD.
- (310) No que respeita ao penhor sobre 15 % das ações da DPH, a Comissão nota que, registada em [...], a DPH é uma sociedade não cotada cujas ações têm, assim, por definição, pouca liquidez. Ora, o valor de uma garantia deve ser apreciado em função do seu grau de liquidez em caso de incumprimento por parte do mutuário, isto é, do seu caráter comercializável num curto espaço de tempo e sem perda de valor. Além disso, tal como para qualquer ação ordinária, o valor das ações da DPH mantém-se variável, o que representa um desafio para assegurar um empréstimo a longo prazo a reembolsar integralmente no seu termo. Por último, a Bélgica alega que a Comissão teria realçado a solidez financeira da DPH no ponto 148 da decisão de início do procedimento (aumento dos fundos próprios e do resultado líquido). A Comissão esclarece que esta afirmação era válida para o período de 2003 a 2006, e não para o ano de 2009. O relatório anual de 2009 da Duferco salienta, pelo contrário, a queda drástica das vendas, quase para metade quando comparado com 2008, e um prejuízo consolidado de, aproximadamente, [...] milhões de USD. Por conseguinte, a Comissão é de opinião que esta garantia não pode ser considerada normal, devendo, pelo contrário, ser considerada baixa.
- (311) Seguidamente, no que respeita ao crédito no valor de [...] milhões de USD, a Comissão recorda que, nos termos do artigo 3.º do contrato de empréstimo, a [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] deveria, de acordo com o contrato celebrado em 1 de setembro de 2008 entre a DII e o NLMK, pagar o empréstimo em 31 de dezembro de 2015 ou antes se tivesse havido alterações no controlo da SIF. Neste caso, o artigo 6.1 do acordo especifica

⁽⁴⁷⁾ Anexo 13 da resposta da Bélgica de 4 de junho de 2013.

⁽⁴⁸⁾ ArcelorMittal, Nippon Steel & Sumitomo METAL Corporation, Tata Steel Limited, Nucor Corporation, United States Steel Corp., ThyssenKrupp AG, PAO Severstal, NLMK, Kobe Steel Ltd (notação da Standard & Poors).

que a [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] se comprometia a atribuir prioritariamente, e antes de outro pagamento ou reembolso de dívidas de qualquer natureza, as verbas necessárias ao reembolso devido ao abrigo do contrato de empréstimo. O artigo 6.2 estipula igualmente que a [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] se compromete a que a DII adie o exercício da sua opção de venda até 18 de dezembro de 2012 e/ou até à realização dos investimentos mencionados no anexo.

- (312) A Comissão esclarece que o valor de uma garantia é apreciado em função da sua capacidade de realização. Ora, no caso em apreço, o crédito da Duferco não pode ser considerado como certo no momento da assinatura do contrato de empréstimo, uma vez que a DII se comprometeu a não exercer a sua opção antes de 18 de dezembro de 2012. Até essa data, em caso de incumprimento da [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura], a garantia não tem qualquer valor. Contudo, a Comissão reconhece que, devido à conjuntura da época, a probabilidade de a Duferco sair da SIF era muito forte. A sua possibilidade de realização e, de facto, a sua qualidade aumentavam ao longo do tempo, tanto mais que a Duferco se tinha comprometido a utilizar prioritariamente o crédito tornado certo no reembolso do empréstimo concedido pela FSIH. Por conseguinte, o entender da Comissão é seguir a posição da Bélgica quanto à qualificação do nível normal da garantia.
- (313) A respeito da [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura], a Comissão conclui que é necessário atribuir-lhe a notação BB e aplicar aos empréstimos em questão um nível de garantia que, na melhor das hipóteses, se poderia considerar normal. Com base na Comunicação sobre as taxas de referência de 2008, a margem deveria ter sido de 220 pontos de base — um nível bastante superior aos 75 pontos de base concedidos pela FSIH. Foi, por conseguinte, concedida uma vantagem económica à SIF em condições que não são de mercado.
- (314) Em segundo lugar, a Comissão aplicará a Comunicação sobre as taxas de referência de 2008 ao empréstimo concedido à SIF.
- (315) A Comissão observa que, à semelhança da Duferco, a empresa comum SIF não dispunha de notação pública. Na ausência de notação ou de outros elementos que lhe permitam aproximar-se da notação financeira da SIF, a Comissão não teve outra hipótese senão a de se basear, de forma prudente, na notação financeira das empresas-mãe.
- (316) Constata, por conseguinte, que à empresa-mãe do grupo NLMK tinha sido atribuída a notação BBB- pela Standard and Poor's, Ba1 pela Moody's e BB+ pela Fitch Ratings (notações extraídas do relatório anual de 2009 do NLMK). Estas notações equivalem, de acordo com a Comunicação sobre as taxas de referência de 2008, à categoria de «notação satisfatória» (BB). A segunda empresa-mãe, a Duferco, é igualmente objeto da notação BB em conformidade com a estimativa feita pela Comissão no considerando 313.
- (317) Enquanto subsidiária de duas empresas (o NLMK e a Duferco) objeto de notação BB segundo as estimativas da Comissão, e atendendo ao contexto macroeconómico de 2009 particularmente duro no setor do aço, a Comissão considera que a SIF pode, com prudência e razoabilidade, ser objeto de notação ao nível BB.
- (318) Seguidamente, a Comissão verifica que o empréstimo foi concedido sem garantias. A SIF contrapõe que tinha capacidade de fornecer a sua própria caução, até mesmo a do NLMK ou a da Duferco: «Se a FSIH não lhe solicitou nenhuma garantia, é porque a sua situação financeira à época, o facto de pertencer aos grupos NLMK/Duferco e a garantia oferecida pelo NLMK em caso de mudança de controlo eram de molde a tranquilizar a FSIH quanto às suas capacidades de reembolso do empréstimo»⁽⁴⁹⁾. A SIF insiste na solidez da sua situação financeira em 2008. No entanto, o empréstimo concedido pela FSIH tinha um prazo de [7-12] anos, com reembolso no final do prazo. Em virtude destas duas características, a Comissão considera que um credor privado teria exigido garantias suficientes e adequadas para remunerar o seu risco durante [7-12] anos e não lhe teriam bastado os resultados financeiros da SIF no exercício de 2008 para renunciar a qualquer garantia. A Comissão conclui do que precede que o valor das garantias associadas ao empréstimo é baixo.
- (319) A estimativa da notação financeira da SIF (BB) e do nível das garantias (baixo) associados ao empréstimo da FSIH leva a Comissão a considerar que, de acordo com a Comunicação sobre taxas de referência de 2008, teria sido necessária uma remuneração de 400 pontos de base. Esta remuneração é muito superior aos 75 pontos de base negociados entre a SIF e a FSIH. Tendo sido concedida uma vantagem económica à SIF em condições que não são de mercado, a Comissão conclui que existiu um auxílio.

⁽⁴⁹⁾ Ponto 28 das observações da SIF.

- (320) À luz do que precede, a Comissão considera que nenhum credor privado teria aceitado acodar respetivamente 100 e 75 milhões EUR à [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] e à SIF, nas condições praticadas pela FSIH. Ao não agir como um mutuante privado, a FSIH concedeu, por conseguinte, uma vantagem aos dois beneficiários dos empréstimos, colocando-os numa situação mais favorável do que a dos seus concorrentes.

iii) **Estimativa do montante de auxílio**

- (321) O montante de auxílio resulta da diferença entre as taxas de imposto efetivamente aplicadas (1,99 %) e as taxas resultantes da aplicação da Comunicação sobre taxas de referência de 2008, ou seja, 3,502 % (EURIBOR a 12 meses + 220 pontos de base) para a [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] e 4,302 % (EURIBOR a 12 meses + 400 pontos de base) para a SIF, aplicadas no período que decorre entre o dia em que os empréstimos foram concedidos e o dia do seu reembolso antecipado. Assim, o empréstimo à [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] foi assinado em 4 de setembro de 2009, num montante de 30 milhões de EUR, um prazo de seis anos, em princípio, e uma taxa efetiva de 2,04 % aquando do desembolso tendo, posteriormente, o montante sido aumentado em 70 milhões de EUR, com uma taxa efetiva de 1,99 % na altura do desembolso. O reembolso antecipado foi efetuado em julho de 2011. O montante do empréstimo à SIF era de 75 milhões de EUR disponibilizados em frações de 20 milhões de EUR (setembro de 2009) e de 55 milhões de EUR (dezembro de 2009), com uma taxa de juro efetiva de 1,99 % para as duas frações. Os reembolsos antecipados foram acordados por frações de capital e dos juros em junho de 2011 e, novamente, em 2012 e 2013.
- (322) Numa base de cálculo de atualização simplificada, a título de exemplo, o montante de auxílio ascende, portanto, a aproximadamente 2,08 milhões de EUR para o empréstimo à [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] e a 10,41 milhões de EUR no caso do empréstimo à SIF ⁽⁵⁰⁾.

7.1.4.5. **Medida 6**

i) **Sobre o caráter *pari passu* da operação**

- (323) Uma operação está em conformidade com o princípio do investidor privado numa economia de mercado se for possível comprovar que a mesma é realizada em condições *pari passu* entre investidores públicos e privados.
- (324) A Bélgica alega que a tomada de participação da FSIH é *pari passu* com a da DII, visto que os montantes investidos são praticamente idênticos, a DLP não pertencia ao grupo Duferco no momento do investimento da FSIH e o objetivo destes investimentos era readquirir os ativos pertencentes à SIF e não ao grupo Duferco.
- (325) A [...] confirma estas observações e acrescenta que, para avaliar a oportunidade dos investimentos, a DII não teve em sua posse qualquer outro documento financeiro além dos apresentados pela Bélgica.
- (326) A Comissão considera que, à semelhança da DSIH (medida 3), a DLP é apenas um veículo utilizado pelos interessados, a FSIH e a DII, para dar uma aparência *pari passu* à retoma pela Duferco dos ativos que, em parte, já lhe pertenciam. Com efeito, a DLP foi criada em março de 2011 pela FSIH e a DII como entidade de finalidade especial para receber os ativos belgas da Duferco. Trata-se, designadamente, dos ativos resultantes do desmantelamento da SIF (detida, então, em 50 % pela Duferco) e dos ativos detidos em comum com a FSIH através da DSIH.
- (327) Embora a empresa de fachada DLP tenha sido formalmente criada fora do grupo Duferco, a Comissão considera que a concomitância no tempo e a sucessão das cedências de participações entre as várias filiais do grupo Duferco, entre junho e julho de 2011 ⁽⁵¹⁾, comprovam a dependência da DLP em relação à Duferco desde a sua criação.
- (328) Além disso, e mais importante ainda, a Comissão observa que, na sequência da medida em análise, a situação patrimonial do grupo Duferco e os riscos que lhe são subjacentes praticamente não se alteram. Com efeito, a Duferco detém através da DLP os seguintes ativos: i) 50,3 % de ativos da siderurgia, 50 % dos quais já detinha

⁽⁵⁰⁾ A estimativa é efetuada calculando os juros que teriam sido devidos em aplicação da taxa da Comunicação sobre as taxas de referência de 2008 e subtraindo os juros calculados com base na taxa efetivamente aplicada, atualizando qualquer montante à taxa indicada na referida comunicação. No entanto, o cálculo dos juros e a atualização são efetuados de forma aproximada com base em prazos de vencimento simulados (nomeadamente, duração em anos em vez do dia exato de reembolso, não considerando reembolsos parciais de juros), que, portanto, não têm em conta o perfil financeiro e o plano de amortização efetivos.

⁽⁵¹⁾ Ver, em particular, o considerando 49 da presente decisão.

anteriormente através da SIF; ii) 50,3 % dos ativos de diversificação, 50 % dos quais já detinha anteriormente através da DSIH. Inversamente, a situação patrimonial da FSIH evolui de forma significativa na sequência da medida em análise. De facto, a FSIH adquire 49,7 % de ativos da siderurgia importantes, situados em La Louvière e em Trebos, que anteriormente desconhecia.

(329) Para o grupo Duferco, em termos de compromissos financeiros, esta situação traduz-se, portanto, da seguinte forma:

— [...] milhões de EUR desembolsados para readquirir alguns ativos siderúrgicos da SIF através da DLP;

— [...] milhões de EUR recebidos pela venda dos mesmos ativos pela SIF, então filial detida em 50 % pela Duferco;

— [...] milhões de EUR de dívida em relação à DSIH através da DLP, para a aquisição da Duferco Diversification;

— [...] milhões de EUR de crédito em relação à DLP através de DSIH, para a venda da Duferco Diversification.

(330) Obtém-se uma contribuição financeira líquida do grupo Duferco no montante de [...] milhões de EUR para a sua tomada de participação na DLP na proporção de 50,3 %. Este montante não tem comparação com os 99,7 milhões de EUR ⁽⁵²⁾ concedidos pela FSIH para se tornar acionista em 49,7 % da DLP.

(331) Nestas condições, não se pode afirmar que se tratou de um investimento *pari passu*.

ii) Sobre o comportamento da FSIH enquanto investidor privado

(332) A Comissão apresenta agora as razões que lhe permitem concluir que a operação, além do seu carácter não *pari passu*, não está em conformidade com o princípio do investidor privado numa economia de mercado. Estes motivos estão relacionados com a forma como a FSIH avaliou a sua tomada de participação na DLP.

(333) Antes de entrar em detalhes sobre essas avaliações, a Comissão rejeita a objeção formulada por [...]. De acordo com [...], o facto de a FSIH não ter tido acesso a mais documentos do que a DII (investidor privado) à época dos factos seria suficiente para provar o carácter fundamentado do investimento da FSIH.

(334) Pelas razões explicadas no considerando 329, a operação em apreço era, em termos financeiros, praticamente neutra para o grupo Duferco. Por conseguinte, este não era de modo algum incentivado a apresentar relatórios e estudos pormenorizados: o preço dos ativos readquiridos pela DLP tinha pouco impacto na sua tesouraria. Tal não era o caso da FSIH, que tinha de desembolsar 49,7 % do preço fixado para esses ativos. Consequentemente, cabia à FSIH e não à Duferco envidar todos os esforços para avaliar os ativos pelo seu justo valor. O facto de a Duferco não ter à sua disposição outros documentos além dos apresentados pela Bélgica não demonstra, de modo algum, que a FSIH tenha agido como um investidor privado numa economia de mercado.

(335) No que respeita ao teor dessas avaliações, a Comissão recorda que era importante avaliar quatro elementos: i) as ações da DLLPL; ii) as ações da Duferco Trebos; iii) as existências readquiridas à Duferco La Louvière Sales; e iv) o projeto que justifica um investimento de [30-40] milhões de EUR na DLLPL.

(336) A Comissão considera que o relatório da Galtier, de maio de 2011, enviado pela Bélgica, não oferece um exercício rigoroso de avaliação à DLLPL. Menciona apenas uma estimativa do valor justo («fair value») dos ativos corpóreos das instalações de La Louvière e não refere qualquer elemento do passivo nem qualquer plano de negócios.

(337) A empresa especializada Galtier comunicou, contudo, à Comissão, por intermédio da Bélgica, que tinha baseado a sua estimativa num plano de negócios adequado. A versão resumida deste plano de negócios, fornecida pela Bélgica ⁽⁵³⁾, é um documento curto, sem qualquer data e sem pressupostos. A Comissão não recebeu a versão não resumida do plano de negócios, presumindo que tenha existido.

⁽⁵²⁾ A Comissão subtraiu ao aumento de capital de 100 milhões de EUR o efeito líquido sobre a FSIH da cedência da Duferco Diversification à DLP (-0,3 milhões de EUR).

⁽⁵³⁾ Anexo 21 da resposta da Bélgica à decisão de início do procedimento.

- (338) A Bélgica invocou o mesmo argumento sobre o preço de compra das ações da Duferco Trebos, a saber, que o documento intitulado «Valeur d'utilité des actifs corporels et incorporels de Trebos», de maio de 2011, constitui, na realidade, um conjunto de estudos e de relatórios que incluiria um plano de negócios preliminar de duas páginas elaborado pela Duferco ⁽⁵⁴⁾. A data da elaboração deste documento não está especificada. O objetivo do relatório de 2011 consistia em calcular o valor de uso dos ativos e identificar o valor da carteira de clientes no fundo de comércio geral. Não foi realizada qualquer verificação de contas ou auditoria à empresa. Não é referida qualquer avaliação resumida da empresa Duferco Trebos no seu conjunto.
- (339) Relativamente a estas duas aquisições, a Bélgica reconhece, aliás, que «as partes não consideraram necessário apresentar um plano de negócios adequado. A FSIH conhecia perfeitamente o objeto da sua aquisição». Ora, a Comissão considera que o conhecimento de uma empresa é útil, mas insuficiente para um investidor cuja decisão de investir depende da rentabilidade futura esperada.
- (340) No que se refere à avaliação das existências da Duferco La Louvière Sales, sociedade controlada pela SIF, a Bélgica apresentou um documento que, em sua opinião, justifica que o valor de mercado das existências era superior ao seu valor contabilístico, valor tido em conta para a fixação do preço de venda. De novo, a Comissão constata que não é indicada a data em que este documento foi elaborado.
- (341) Por último, quanto ao investimento de [30-40] milhões de EUR na DLLPL, a Comissão tinha solicitado à Bélgica, na decisão de início do procedimento, que apresentasse todos os estudos e planos de negócios relativos a este investimento. A Bélgica confirmou, finalmente, que o investimento de [30-40] milhões de EUR fora justificado por um só plano de negócios, tendo os restantes planos mencionados ficado destituídos de objeto uma vez que diziam respeito a outros projetos não selecionados. Apresentou, assim, à Comissão um plano de uma página, sem data, que incluía um quadro com o EBITDA até 2016, sem qualquer explicação ou hipótese que justificasse os números avançados.
- (342) No entender da Comissão, a insuficiência do documento não é compensada pelos restantes documentos invocados pela Bélgica. O documento intitulado «Un projet d'avenir pour la sidérurgie louviéroise», datado de fevereiro de 2011, descreve em pormenor a estratégia de sustentabilidade das atividades relacionadas com os produtos longos e os produtos planos. Uma página dedica-se à evolução histórica da DLLPL nos últimos cinco anos. O documento intitulado «Plan marketing Produits Long 2011-2013» (Plano de comercialização de produtos longos 2011-2013) não é mais do que um estudo do setor em causa.
- (343) Tendo em conta o que precede, o investimento da FSIH não pode ser considerado conforme com o princípio do investidor privado numa economia de mercado. A Comissão constata que a DLP permitiu à FSIH apoiar uma vez mais a atividade siderúrgica na Valónia, sem que tal seja justificado por uma análise económica em conformidade com o princípio do investidor privado numa economia de mercado.

iii) Estimativa do montante de auxílio

- (344) Decorre do que precede que o investimento não pode ser considerado *pari passu* e conforme com o princípio do investidor privado numa economia de mercado. O montante do auxílio recebido pela DLP ascende, portanto, ao montante do aumento de capital, ou seja, 100 milhões de EUR.

7.1.4.6. Conclusão geral relativamente ao critério da vantagem económica

- (345) Após ter analisado cada medida individualmente, a Comissão considerou necessário proceder a uma análise mais geral da estratégia de investimento da FSIH desde a sua criação. Com efeito, considera que as referidas medidas são indissociáveis umas das outras e têm um único objetivo: apoiar e conservar continuamente as atividades do grupo Duferco na Valónia, através de investimentos indiretos nas subsidiárias *offshore* do grupo, a fim de contornar as regras de proibição dos auxílios à siderurgia na União. Os beneficiários das intervenções da FSIH foram, efetivamente, a empresa-mãe da Duferco ou filiais do grupo, estabelecidas nos Estados Unidos (medida 1), [...] (medida 2), na Irlanda (medida 3), [...] (medida 4) e [...] (medidas 5 e 6), para financiarem projetos que eram executados na Valónia, nas filiais do grupo aí existentes com atividade no setor da siderurgia, e depois no setor da limpeza de terrenos contaminados depois de o grupo ter posto gradualmente termo às suas atividades siderúrgicas na Valónia.

⁽⁵⁴⁾ Anexo 23 da resposta da Bélgica à decisão de início do procedimento.

- (346) Esta análise é justificada pela concomitância ou a concretização próxima de determinados factos.
- (347) Com efeito, a Duferco instalou-se na Bélgica a partir de 1997, retomando a posse da Forges de Clabecq, em grandes dificuldades financeiras, com o apoio da Região da Valónia e o aval da Comissão (tomada de participação no montante de 8,75 milhões de EUR e um empréstimo de 13,75 milhões de EUR) ⁽⁵⁵⁾. A Comissão faz notar que esta retoma é consequência da decisão negativa da Comissão relativamente à Forges de Clabecq ⁽⁵⁶⁾: a tentativa de recuperação desta empresa pelo Estado belga foi considerada incompatível com o mercado comum em dezembro de 1996. A empresa foi declarada insolvente em janeiro de 1997.
- (348) Tal conduziu a uma sucessão de aquisições de instalações siderúrgicas da Valónia pelo grupo Duferco, sempre com o apoio financeiro da Região da Valónia, por intermédio da SOGEPA, e posteriormente da FSIH, a partir de 2003. Em 1999, a Duferco reaquiere ao grupo Hoogovens as Usines Gustave Boël em La Louvière, com o apoio da Região da Valónia (conversão de um crédito de 12,5 milhões de EUR em 25 % do capital e empréstimo de 25,3 milhões de EUR) ⁽⁵⁷⁾. Em seguida, após o presidente do grupo Usinor-Sacilor anunciar, em fevereiro de 2001, a sua intenção de encerrar as atividades da linha a quente da Cockerill Sambre, em Charleroi, foram iniciadas conversações entre a Usinor-Cockerill Sambre, o grupo Duferco e a SOGEPA com o objetivo principal de criar uma sociedade comum de produção de brames, cuja vertente industrial seria constituída pelas atuais instalações da Cockerill Sambre, em Charleroi, complementadas com equipamentos provenientes da Duferco Clabecq. Em 2002, a Duferco retoma então a fase a quente de Charleroi, posteriormente a Carsid, em cooperação com a Usinor, mais uma vez com o apoio da Região da Valónia (participação da SOGEPA no capital da Carsid no montante de 20 milhões de EUR, reduzido para 9 milhões de EUR na sequência da decisão de início do procedimento prevista no artigo 6.º, n.º 5, da Decisão n.º 2496/96/CECA).
- (349) A Comissão constata que a FSIH foi criada em março de 2003, ou seja, durante o inquérito realizado pela Comissão na sequência da adoção da decisão de dar início ao procedimento formal de investigação, em 3 de abril de 2002, da participação financeira da Região da Valónia na empresa Carsid. Este procedimento terminou em 15 de outubro de 2003 ⁽⁵⁸⁾ com uma decisão negativa da Comissão, uma vez que não era possível considerar *pari passu* um investimento numa nova empresa onde só o acionista público assume um novo risco e o acionista privado apenas transfere uma atividade ou um projeto existente para a nova sociedade. A Comissão constata, assim, que, por diversas vezes, as intervenções da Região da Valónia a favor da Duferco facilitaram o adiamento dos ajustamentos socialmente difíceis, mas economicamente necessários, da indústria siderúrgica na Valónia. Este comportamento, motivado por considerações a nível regional e social e de salvaguarda do emprego em detrimento da racionalização e da modernização da indústria siderúrgica, não pode ser considerado como o de um investidor privado.
- (350) Além disso, a Comissão observa que o comportamento da FSIH em matéria de investimento não corresponde ao de um investidor de mercado prudente. No caso em apreço, o comportamento da FSIH deve ser comparado àquele que seria adotado por um gestor de fundos de investimento. Assim, considerada na sua globalidade, a política de investimentos adotada pela FSIH, tal como patenteada no presente procedimento, não é suscetível de ser seguida por esse operador de mercado. Para assegurar a sua sustentabilidade, um fundo de investimento não especulativo deve diversificar os riscos na sua carteira de investimento. Tendo em conta o desempenho e o cenário de rentabilidade pretendidos, a diversificação dos ativos em carteira nos planos geográfico e setorial reduz a volatilidade dos ativos e, portanto, o risco de investimento da carteira no seu conjunto. Esta diversificação não pretende ser radical, mas, no caso em apreço, a FSIH concentrou todos os seus investimentos numa única empresa.
- (351) Ora, ao investir exclusivamente no grupo Duferco, a exposição ao risco da FSIH era máxima, dado que, para esta sociedade, o retorno do investimento dependia do sucesso ou insucesso de uma única empresa. Daqui resulta que, no seu conjunto, o comportamento da FSIH em matéria de investimentos indica, por outro lado, que as suas operações não satisfazem o requisito do investidor privado numa economia de mercado.
- (352) Tendo em conta o que precede, a Comissão conclui que o conjunto das medidas examinadas é incompatível com o princípio do investidor privado numa economia de mercado. As condições das intervenções conferiram, em cada caso, uma vantagem às várias entidades em causa do grupo Duferco. Consequentemente, constituem auxílios na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do TFUE.
- (353) Em princípio, o montante total dos auxílios eleva-se, por conseguinte, a 211,43 milhões de EUR.

⁽⁵⁵⁾ Decisão da Comissão de 25 de novembro de 1997 no processo N 680/97, Bélgica — Participação financeira da Região da Valónia na empresa «Duferco Belgique SA».

⁽⁵⁶⁾ Decisão da Comissão de 18 de dezembro de 1996 no processo 97/271/CECA, Bélgica — Forges de Clabecq (Aço CECA).

⁽⁵⁷⁾ Decisão da Comissão de 26 de maio de 1999 no processo N 246/99, Bélgica — Participação financeira das autoridades públicas belgas a favor da empresa HUGB (Aço CECA).

⁽⁵⁸⁾ Decisão 2005/137/CE.

8. COMPATIBILIDADE DOS AUXÍLIOS COM O MERCADO INTERNO

- (354) A proibição de auxílios estatais não é nem absoluta, nem incondicional. Em particular, o disposto no artigo 107.º, n.ºs 2 e 3, do TFUE constitui uma base jurídica que permite considerar alguns auxílios compatíveis com o mercado interno.
- (355) Na sua resposta à decisão de início do procedimento, a Bélgica não invocou qualquer motivo relativo à compatibilidade das medidas em análise.
- (356) A Comissão observa que, manifestamente, as derrogações previstas no artigo 107.º, n.º 2, do TFUE não parecem aplicáveis. Entre as derrogações previstas no n.º 3 do referido artigo, apenas as previstas nas alíneas a) e c) poderiam revelar-se úteis. A alínea a) estabelece, com efeito, que podem ser considerados compatíveis com o mercado interno os auxílios destinados a promover o desenvolvimento económico de regiões em que o nível de vida seja anormalmente baixo ou em que exista grave situação de subemprego. Por outro lado, nos termos da alínea c), podem ser considerados compatíveis com o mercado interno os auxílios destinados a facilitar o desenvolvimento de certas atividades ou regiões económicas, quando não alterem as condições das trocas comerciais de maneira que contrariem o interesse comum.
- (357) No entanto, aparentemente, não é possível aplicar nenhum enquadramento ou orientações da Comissão relativas aos critérios de compatibilidade em matéria de auxílios estatais.
- (358) Com efeito, após o termo de vigência do Tratado CECA, em 23 de julho de 2002, a Comissão adotou diversas orientações ou comunicações que visam manter a proibição dos auxílios ao investimento regional e de emergência e reestruturar a indústria siderúrgica.
- (359) Por conseguinte, as Orientações relativas aos auxílios estatais com finalidade regional para o período 2007-2013 ⁽⁵⁹⁾, período durante o qual a FSIH concedeu os auxílios em análise, excluem expressamente do seu âmbito de aplicação (ver ponto 8) os auxílios regionais a favor do setor da siderurgia e confirmam a sua incompatibilidade com o mercado comum.
- (360) De igual modo, a Comunicação relativa aos auxílios no setor siderúrgico ⁽⁶⁰⁾, em vigor até 31 de dezembro de 2009, frisa que os auxílios de emergência e à reestruturação de empresas em dificuldade no setor siderúrgico são incompatíveis com o mercado comum. Apenas os auxílios destinados a cobrir os subsídios pagos aos trabalhadores das empresas siderúrgicas despedidos ou reformados antecipadamente e os auxílios a favor das empresas que cessem definitivamente a sua atividade de produção siderúrgica são autorizados, sob determinadas condições. A finalidade dos auxílios concedidos pela FSIH não corresponde às duas categorias de auxílios acima referidas. Pelo contrário, foram utilizados para financiar investimentos.
- (361) Quanto à eventual compatibilidade do auxílio concedido à SIF nos termos da Comunicação de 2009, a Comissão considera que esta não é aplicável no caso da SIF. Com efeito, o ponto 4.4.2 da Comunicação de 2009 visa as empresas que têm dificuldade em encontrar fontes de financiamento na situação prevalecente no mercado entre dezembro de 2008 e dezembro de 2010. Ora, as observações da SIF não sugerem que esta tinha dificuldades nessa matéria. A Comissão considera, por conseguinte, que a SIF não preenchia as condições de elegibilidade previstas na Comunicação de 2009, e que o auxílio não pode ser considerado compatível com o mercado interno.
- (362) Por último, as Orientações comunitárias relativas aos auxílios estatais de emergência e para reestruturação concedidos a empresas em dificuldade ⁽⁶¹⁾, em vigor até 30 de julho de 2014, confirmam, no seu ponto 18, a exclusão do setor siderúrgico do seu âmbito de aplicação.
- (363) À luz do que precede, a Comissão conclui que as seis medidas de auxílio em análise são incompatíveis com o mercado interno.

9. RECUPERAÇÃO DOS AUXÍLIOS INCOMPATÍVEIS COM O MERCADO INTERNO

- (364) Em conformidade com as disposições do TFUE e com a jurisprudência constante do Tribunal, a Comissão tem competência para decidir que o Estado em questão deve suprimir ou alterar o auxílio se constatar a sua incompatibilidade com o mercado interno ⁽⁶²⁾. O Tribunal tem também decidido de forma reiterada que a obrigação que incumbe a um Estado-Membro por decisão da Comissão de suprimir um auxílio incompatível com o mercado interno visa restabelecer a situação anterior ⁽⁶³⁾.

⁽⁵⁹⁾ JO C 54 de 4.3.2006, p. 13.

⁽⁶⁰⁾ JO C 70 de 19.3.2002, p. 21.

⁽⁶¹⁾ JO C 244 de 1.10.2004, p. 2.

⁽⁶²⁾ Acórdão do Tribunal de Justiça, de 12 de julho de 1973, *Comissão/Alemanha*, C-70/72, ECLI:EU:C:1973:87, n.º 13.

⁽⁶³⁾ Acórdão do Tribunal de Justiça, de 14 de setembro de 1994, *Espanha/Comissão*, C-278/92, C-279/92 e C-280/92, ECLI:EU:C:1993:87, n.º 75.

- (365) Neste contexto, o Tribunal estabeleceu que esse objetivo é alcançado quando o beneficiário tiver reembolsado os montantes concedidos a título de auxílios ilegais, perdendo, por conseguinte, a vantagem de que tinha beneficiado no mercado relativamente aos seus concorrentes, e a situação anterior à concessão do auxílio é reposta ⁽⁶⁴⁾.
- (366) O artigo 16.º, n.º 1, do Regulamento (UE) 2015/1589 do Conselho ⁽⁶⁵⁾ estabelece o seguinte: «Nas decisões negativas relativas a auxílios ilegais, a Comissão decidirá que o Estado-Membro em causa deve tomar todas as medidas necessárias para recuperar o auxílio do beneficiário [...]».
- (367) Por conseguinte, dado que os auxílios em causa foram concedidos em violação do artigo 108.º do TFUE e devem ser considerados ilegais e incompatíveis com o mercado interno, é necessário recuperá-los a fim de restabelecer a situação existente no mercado antes da sua concessão.
- (368) No caso em apreço, os auxílios foram concedidos às seguintes empresas: DII (medida 1), [empresa que, nessa altura, controlava a DPH] (medida 2), DSIH (medida 3), [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] — posteriormente, [...] — (medida 4), SIF (medida 5) e DLP (medida 6), todas filiais do grupo Duferco em diferentes países. Estas empresas ou os seus sucessores legais, se existirem, devem ser obrigados a reembolsar os auxílios indevidamente recebidos.
- (369) Além disso, a recuperação deve abranger o período durante o qual foi conferida uma vantagem aos beneficiários, ou seja, entre o momento da disponibilização do auxílio a cada beneficiário e a sua recuperação efetiva, tendo em conta os critérios de definição de vantagem económica e os princípios de cálculo definidos nas secções 7.1.4.1 a 7.1.4.5. Na aplicação da obrigação de cooperação leal que incumbe à Bélgica no âmbito do processo de recuperação, o montante do auxílio concedido à [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura] — posteriormente, [...] — e à SIF deverá, designadamente, ser estabelecido com maior rigor durante o procedimento, com base em dados que serão fornecidos pela Bélgica e tendo em conta, nomeadamente no caso dos auxílios sob a forma de empréstimos, as datas efetivas dos pagamentos ou reembolsos, bem como qualquer outra circunstância relevante que a Bélgica fará valer. Em qualquer caso, os valores a recuperar incluem os juros devidos até ao reembolso efetivo.

10. CONCLUSÃO

- (370) A Comissão constata que a Bélgica aplicou ilegalmente as medidas de auxílio em questão, em violação do disposto no artigo 108.º, n.º 3, do TFUE. Considera que todas as medidas em apreço constituem auxílios estatais incompatíveis com o mercado interno,

ADOTOU A PRESENTE DECISÃO:

Artigo 1.º

As seguintes medidas, ilegalmente aplicadas pela Bélgica em violação do disposto no artigo 108.º, n.º 3, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, constituem auxílios estatais incompatíveis com o mercado interno:

- a) venda de participação na Duferco US Investment Corporation, a favor da Duferco Industrial Investment, pelo montante de 11 581 700 EUR;
- b) venda de participação na Duferco Participations Holding Limited, a favor da [empresa que, nessa altura, controlava a DPH], pelo montante de 20 362 464 EUR;
- c) tomada de participação na Duferco Salvage Investments Holding, a favor desta, no montante de [65-72 milhões] de EUR;
- d) empréstimo a favor da [empresa-mãe do grupo Duferco nessa altura], no montante de 2 082 723 EUR, em princípio, na medida em que a taxa de juro aplicada ao empréstimo é inferior a 3,502 %;
- e) empréstimo a favor da Steel Invest & Finance, no montante de 10 413 639 EUR, em princípio, na medida em que a taxa de juro aplicada ao empréstimo é inferior a 4,302 %;
- f) tomada de participação na Duferco Long Products, a favor desta, no montante de 100 000 000 EUR.

⁽⁶⁴⁾ Acórdão do Tribunal de Justiça, de 17 de junho de 1999, *Bélgica/Comissão*, C-75/97, ECLI:EU:C:1999:311, n.os 64 e 65.

⁽⁶⁵⁾ Regulamento (UE) 2015/1589 do Conselho, de 13 de julho de 2015, que estabelece as regras de execução do artigo 108.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (JO L 248 de 24.9.2015, p. 9-29).

Artigo 2.º

1. A Bélgica deve proceder à recuperação dos auxílios incompatíveis referidos no artigo 1.º, junto dos beneficiários diretos ou dos seus sucessores legais.
2. Os montantes a recuperar devem ser acrescidos de juros a contar da data em que foram colocados à disposição dos beneficiários até à data da sua recuperação efetiva.
3. Os juros são calculados numa base composta, em conformidade com o disposto no capítulo V do Regulamento (CE) n.º 794/2004 da Comissão ⁽⁶⁶⁾.

Artigo 3.º

1. A recuperação dos auxílios referidos no artigo 1.º é imediata e efetiva.
2. A Bélgica deve assegurar que a presente decisão é executada no prazo de quatro meses a contar da data da sua notificação.

Artigo 4.º

1. No prazo de dois meses a contar da notificação da presente decisão, a Bélgica deve fornecer à Comissão as seguintes informações:
 - a) montante total (capital e juros) a recuperar junto de cada beneficiário;
 - b) descrição pormenorizada das medidas já adotadas e previstas para dar cumprimento à presente decisão;
 - c) documentos comprovativos de que os beneficiários foram notificados para reembolsar o auxílio.
2. A Bélgica mantém a Comissão informada acerca da evolução das medidas nacionais adotadas para aplicar o disposto na presente decisão até à recuperação total dos auxílios referidos no artigo 1.º-A pedido da Comissão, fornece de imediato as informações relativas às medidas já adotadas e previstas para lhe dar cumprimento. Presta também informações pormenorizadas sobre os montantes dos auxílios e dos juros já recuperados junto dos beneficiários.

Artigo 5.º

O destinatário da presente decisão é o Reino da Bélgica.

Feito em Bruxelas, em 20 de janeiro de 2016.

Pela Comissão
Margrethe VESTAGER
Membro da Comissão

⁽⁶⁶⁾ Regulamento (CE) n.º 794/2004 da Comissão, de 21 de abril de 2004, relativo à aplicação do Regulamento (CE) n.º 659/1999 do Conselho que estabelece as regras de execução do artigo 93.º do Tratado CE (JO L 140 de 30.4.2004, p. 1).