

**KOMMISSIONENS BESLUT (EU) 2016/2041**

av den 20 januari 2016

**om det statliga stöd SA.33926 2013/C (f.d. 2013/NN, 2011/CP) som Belgien har genomfört till förmån Dufenco**

[delgivet med nr C(2016) 94]

(Endast de franska och nederländska texterna är giltiga)

(Text av betydelse för EES)

EUROPEISKA KOMMISSIONEN HAR ANTAGIT DETTA BESLUT

med beaktande av fördraget om Europeiska unionens funktionssätt, särskilt artikel 108.2 första stycket <sup>(1)</sup>,

med beaktande av avtalet om Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, särskilt artikel 62.1 a,

efter att i enlighet med nämnda artiklar ha gett berörda parter tillfälle att yttra sig <sup>(2)</sup> och med beaktande av dessa synpunkter, och

av följande skäl:

**1. FÖRFARANDE**

- (1) Den 21 november 2011 publicerade tidningen *Le Soir* en serie artiklar om att regionen Vallonien <sup>(3)</sup> hade beviljat ett finansiellt stöd till stålkoncernen Dufenco (nedan kallad *Dufenco* eller *Dufencokoncernen*) sedan 2003 utan att informera kommissionen. Enligt den belgiska tidningen hade regionen Vallonien i mars 2003 grundat ett nytt finansiellt holdingbolag, Foreign Strategic Investment Holding (nedan kallat *FSIH*), ett dotterbolag till Société Wallonne de Gestion et de Participations (nedan kallad *SOGEPA*), för att investera i bolag inom Dufencokoncernen med säte utanför Belgien och även utanför EU.
- (2) Mot bakgrund av denna information begärde kommissionen genom en skrivelse av den 29 november 2011 att Belgien skulle lämna ytterligare information med avseende på vad för slags finansiellt stöd som regionen Vallonien ska ha beviljat Dufencokoncernen mellan 2003 och 2011.
- (3) Genom en skrivelse av den 14 december 2011 begärde Belgien ytterligare tid för att svara, vilket beviljades den 16 december 2011. Belgien lämnade den begärda informationen till kommissionen den 4 januari 2012. Genom en skrivelse av den 29 juni 2012 begärde kommissionen ytterligare information. Belgien begärde ytterligare tid för sitt svar, vilket beviljades den 18 juli 2012. Medlemsstaten svarade den 28 september 2012.
- (4) Den 6 maj 2013 anordnades ett möte i kommissionens lokaler mellan kommissionen, de belgiska myndigheterna och representanter för *SOGEPA* och *FSIH*.
- (5) Den 4 och den 10 juni 2013 och den 15 och den 30 juli 2013 lämnade Belgien ytterligare uppgifter till kommissionen.
- (6) Ett nytt möte ägde rum hos kommissionen den 30 september 2013 mellan kommissionen och representanter för *SOGEPA* och *FSIH*.
- (7) Genom en skrivelse av den 16 oktober 2013 underrättade kommissionen Belgien om sitt beslut att inleda det förfarande som anges i artikel 108.2 i EUF-fördraget avseende dessa åtgärder (nedan kallat *det formella granskningsförfarandet*).

<sup>(1)</sup> Med verkan från och med den 1 december 2009 har artiklarna 87 och 88 i EG-fördraget ersatts av artikel 107 respektive 108 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (EUF-fördraget). Innehållet i bestämmelserna är dock i sak oförändrat. I detta beslut bör hänvisningar till artiklarna 107 och 108 i EUF-fördraget i förekommande fall förstås som hänvisningar till artiklarna 87 och 88 i EG-fördraget. I EUF-fördraget införs dessutom vissa ändringar av terminologin, exempelvis att gemenskapen ersätts med unionen, den gemensamma marknaden med den inre marknaden och förstainstansrätten med tribunalen. Det är terminologin i EUF-fördraget som används i detta beslut.

<sup>(2)</sup> EUT C 120, 23.4.2014, s. 51.

<sup>(3)</sup> Kommissionen kommer härnäst att hänvisa till Belgien och inte till regionen Vallonien (såvida inte sammanhanget kräver något annat) eftersom korrespondensen har ägt rum med den medlemsstat som omfattas av förfarandet och som detta beslut riktar sig till.

- (8) Kommissionens beslut att inleda det formella granskningsförfarandet (nedan kallat *beslutet att inleda förfarandet*) har offentliggjorts i *Europeiska unionens officiella tidning* <sup>(4)</sup>. Kommissionen har uppmanat berörda parter att inkomma med sina synpunkter på åtgärderna i fråga.
- (9) Kommissionen tog emot Belgiens synpunkter den 11 december 2013, efter att landet erhållit en ytterligare tidsfrist. Kommissionen erhöll även synpunkter från berörda parter den 23 och den 24 juni 2014, efter att även dessa beviljats en ytterligare tidsfrist. Kommissionen vidarebefordrade nämnda information till Belgien den 3 och den 18 juli 2014 och gav landet möjlighet att lämna kommentarer, och erhöll dess kommentarer genom skrivelser av den 1 och den 18 augusti 2014.
- (10) Genom en skrivelse av den 28 januari 2015 begärde kommissionen ytterligare upplysningar från Belgien. Landet begärde en ytterligare tidsfrist för att svara, vilket beviljades den 25 februari 2015. Belgien svarade kommissionen den 8 april 2015.
- (11) Genom en skrivelse av den 18 maj 2015 begärde kommissionen ytterligare information. Belgien svarade den 2 juni 2015.
- (12) En sista begäran om upplysningar skickades till Belgien den 15 september 2015. Belgien begärde en ytterligare tidsfrist på en månad för att svara, vilket beviljades den 28 september 2015. Genom en skrivelse av den 23 oktober 2015 svarade Belgien kommissionen.

## 2. DETALJERAD BESKRIVNING AV ÅTGÄRDERNA

### 2.1 STÖDMOTTAGAREN

- (13) Dufercokoncernen tillverkar och säljer stål. Den är verksam i ett femtiotal länder över hela världen. I Europa är koncernen koncentrerad till Belgien (omkring 3 000 anställda år 2009 och ett tiotal anläggningar i Vallonien) och Italien (omkring 1 300 anställda år 2009). Den är även verksam i Schweiz, Luxemburg, Frankrike och i f.d. jugoslaviska republiken Makedonien.
- (14) Dufenco etablerade sig i Belgien år 1997 genom att förvärva Forges de Clabecq, som hade drabbats av stora finansiella svårigheter, med stöd från regionen Vallonien (förvärv av aktier på 8,75 miljoner euro och lån på 13,75 miljoner euro) <sup>(5)</sup>. År 1999 förvärvade Dufenco anläggningen Gustave Boël i La Louvière från Hoogovenskoncernen, fortfarande med stöd från regionen Vallonien (utbyte av en skuld på 12,5 miljoner euro mot 25 % av aktieinnehavet och lån på 25,3 miljoner euro) <sup>(6)</sup>. År 2002 övertog Dufenco den varma fasen från Charleroi, senare Carsid, i samarbete med Usinor, återigen med stöd från regionen Vallonien (kapitaltillskott från SOGEP till Carsid på 20 miljoner euro, som sänktes till 9 miljoner euro på grund av beslutet att inleda <sup>(7)</sup> förfarandet enligt artikel 6.5 i kommissionens beslut nr 2496/96/EKSG <sup>(8)</sup>). Detta förfarande avslutades den 15 oktober 2003 <sup>(9)</sup> med ett negativt beslut från kommissionen, med motiveringen att en investering i ett nytt bolag inte kan anses äga rum på lika villkor (*pari passu*) när enbart den offentliga aktieägaren tar på sig nya risker, medan den privata aktieägaren enbart överför en befintlig verksamhet eller ett befintligt projekt till det nya bolaget.
- (15) Efter denna våg av förvärv hade Dufenco tre huvudsakliga dotterbolag i Belgien: Dufenco Clabecq, Dufenco La Louvière (nedan kallat *DLL*) och Carsid.
- (16) År 2006 ingick Dufenco ett strategiskt partnerskap med den ryska stålkoncernen Novolipetsk (nedan kallad *NLMK*). Syftet med detta partnerskap var att dra fördel av NLMK:s närvaro i tidigare led i stålkedjan (råvaruför-sörjning och tillverkning av mellanprodukter). Partnerskapet var utformat som ett innehav på 50 % från NLMK:s sida i ett av Dufercokoncernens holdingbolag, Steel Invest and Finance (nedan kallat *SIF*), som är registrerat i Luxemburg. I SIF var många av Dufercokoncernens tillgångar samlade, inbegripet Dufenco Clabecq, DLL och Carsid. I slutet av år 2006 överfördes även det amerikanska dotterbolaget Dufenco Farrell Corporation. Den 18 december 2006 godkändes avtalet mellan Dufenco och NLMK. NLMK förvärvade ett innehav i SIF på 50 %, åtföljt av en ovillkorlig köpooption på minst en aktie i SIF.

<sup>(4)</sup> Se fotnot 2.

<sup>(5)</sup> Kommissionens beslut av den 25 november 1997 i ärende N 680/97, Belgien – Regionen Valloniens finansiella deltagande i företaget "Dufenco Belgique SA".

<sup>(6)</sup> Kommissionens beslut av den 26 maj 1999 i ärende N246/99, Belgien – Ekonomiskt bidrag från de belgiska myndigheterna till förmån för företaget HUGB (stål EKSG).

<sup>(7)</sup> EUT C 95, 19.4.2002, s. 2.

<sup>(8)</sup> Kommissionens beslut nr 2496/96/EKSG av den 18 december 1996 om gemenskapsregler för statligt stöd till stålindustrin (EGT L 338, 28.12.1996, s. 42).

<sup>(9)</sup> Kommissionens beslut 2005/137/EG av den 15 oktober 2003 om regionen Valloniens finansiella deltagande i företaget Carsid SA (EUT L 47, 18.2.2005, s. 28).

- (17) Sommaren 2011 avslutades partnerskapet mellan Duferco och NLMK. De två bolagen delade upp SIF:s tillgångar och Duferco tog över verksamhetsdelen "långa produkter" från DLL, vissa diversifierade verksamheter och Carsids tillgångar. Alla belgiska tillgångar samlades i ett nytt dotterbolag, Duferco Long Products (nedan kallat DLP), ett bolag som bildades enligt luxemburgsk rätt i mars 2011.
- (18) År 2012 stängde Carsids anläggning slutgiltigt. År 2013 tog Duferco beslutet att lägga ned produktionsverksamheten med avseende på "långa produkter" vid anläggningen i La Louvière.
- (19) Konsolideringen av Dufercokoncernen genomfördes av moderbolaget Duferco Participations Holding (nedan kallat DPH). Mellan 2003 och 2010 ökade DPH:s eget kapital från [...] (\*) miljoner euro år 2003 till [...] miljoner euro.
- (20) DPH grundades först [...] men har sedan omlokaliserats [...]. DPH ägs i sin tur av andra bolag: [...].

## 2.2 DE GRANSKADE ÅTGÄRDERNA

- (21) Mellan 2003 och 2011 utförde FSIH sex ingripanden till ett sammanlagt värde av 517 miljoner euro, till förmån för Dufercos dotterbolag.

### 2.2.1 KÄLLAN TILL DE MEDEL SOM HAR FINANSIERAT ÅTGÄRDERNA

- (22) SOGEPA är ett offentligt aktiebolag som till 100 % ägs av regionen Vallonien. Det genomför de beslut som fattats av vallonska regeringen i fråga om ingripanden i kommersiella företag och handhavandet av dessa ingripanden. Dessutom är bolaget det främsta verktyget för regionen Valloniens politik inom stålsektorn. Det bildades år 1999 genom en sammanslagning av Société Wallonne pour la Sidérurgie (SWS) och Société pour la gestion de participations de la région wallonne dans des sociétés commerciales (SOWAGEP).
- (23) Enligt SOGEPA:s webbplats utför bolaget två särskilda typer uppgifter vid de ingripanden som genomförs på uppdrag av den vallonska regeringen: i) Analys och avgivande av ett yttrande innan den vallonska regeringen tar ett eventuellt beslut, ii) genomförande och uppföljning av beslut som den vallonska regeringen har fattat. Inom ramen för genomförandet av beslut från den vallonska regeringen har SOGEPA:s tjänster använts i syfte att förhandla och utveckla avtal med aktieägarna och/eller låneavtal, i överensstämmelse med de villkor som eventuellt anges i regeringens beslut om att ingripa.
- (24) Uppföljningen av ingripandena innebär i princip att SOGEPA och dess samarbetspartner deltar i styrelsen hos bolag som gynnas genom ingripanden etc., i vissa fall som ledamöter och i vissa fall som observatörer. Detta innefattar även deltagande vid bolagsstämmor och regelbunden allmän uppföljning av regionen Valloniens intressen.
- (25) Den vallonska regeringen utser styrelseledamöterna i SOGEPA. Den utser även två regeringsombud.
- (26) Den 27 mars 2003 grundade SOGEPA FSIH med ett kapital på 180 miljoner euro. Enligt stiftelseurkunden ska FSIH ha som verksamhetsmål att investera, oavsett i vilken form, i utländska företag med koppling till stålsektorn och/eller att utföra finansiella transaktioner med dessa. I detta syfte ska FSIH särskilt prioritera allt slags samarbete mellan dessa företag och vallonska företag.
- (27) FSIH:s styrelsemedlemmar utses av bolagsstämman och således av SOGEPA. Den 27 mars 2003, just efter att FSIH hade bildats, hölls en bolagsstämma där ledamöterna och ordföranden i bolagets styrelse utnämndes. Den ordförande som utsågs var densamma som för SOGEPA. Detta dubbla ordförandeskap sträckte sig till och med den 31 mars 2013.

### 2.2.2 ÅTGÄRD 1: INNEHAV I DUFERCO US (9 APRIL 2003–12 DECEMBER 2006)

- (28) Duferco US Investment Corp. (nedan kallat *Duferco US*) är ett holdingbolag som innehar 100 % i ett enda bolag, nämligen bolaget Duferco Farrell Corp. (nedan kallat *Farrell*). Före den här granskade åtgärden tillhörde bolaget Duferco US till 99,8 % Dufercokoncernen genom ett av dess industriella dotterbolag, Duferco Industrial Investment (nedan kallat *DII*).

(\*) Konfidentiell information.

- (29) Farrell är ett stålföretag med säte i Pennsylvania (Förenta staterna). Det tillverkar varm- och kallvalsat stål.
- (30) Den 9 april 2003 köpte FSIH hälften av aktierna i Duferco US, minus en, för en summa av 97,22 miljoner US-dollar (USD) (dvs. 90 miljoner euro). Den andra hälften av aktierna, minus en, ägdes fortfarande av DII. De två återstående aktierna placerades i ett "special purpose vehicle" (särskilt finansiellt instrument) som hade i uppdrag att förvalta dem under partnerskapet mellan FSIH och DII. Samma dag förvärvade FSIH en köpoption för 5 miljoner euro, enligt vilken bolaget hade rätt att förvärva de två aktierna från nämnda finansiella instrument och således få kontroll över Duferco US. Denna option utnyttjades emellertid aldrig.
- (31) Innan SOGEPA år 2003, genom FSIH, förvärvade hälften av aktierna minus en i Duferco US, hade förstnämnda bolag låtit värdera Farrell. Enligt det brittiska konsultföretaget Hatch Beddows uppgick Farrells värde enligt en försiktig uppskattning i genomsnitt till 330 miljoner US-dollar. En kompletterande studie utfördes även av World Steel Dynamics, ett amerikanskt konsultföretag, som uppskattade att Farrell var värt 410 miljoner US-dollar. En jämförelse av dessa båda analyser ger ett medelvärde för Farrell på 375 miljoner US-dollar. I euro ger detta ett medelvärde på runt 345,5 miljoner enligt den genomsnittliga månatliga växelkursen mellan US-dollar och euron i april 2003.
- (32) År 2005 erhöll FSIH en utdelning på 2,5 miljoner US-dollar för det budgetår som slutade den 30 september 2004. Belgien preciserade i sina synpunkter att utdelningen betalades ut den 23 juni 2005. Enligt den genomsnittliga årliga växelkursen mellan US-dollar och euron under 2005 motsvarade denna utdelning omkring 2,01 miljoner euro.
- (33) I likhet med många bearbetningsindustrier påverkas Farrells resultat direkt av inköpspriset på insatsvarorna (valsämnen). Den 15 september 2005 ingick Farrell således ett avtal om leverans av valsämnen med Duferco, för att minska volatiliteten i bolagets resultat. I detta avtal föreskrivs att Duferco ska leverera valsämnen till Farrell till ett avtalsmässigt pris, vilket innebär att Farrells marginaler aldrig skulle sjunka under ett visst intervall ([...])
- (34) Den 1 januari 2006 ingick Dufercokoncernen ett avtal med koncernen [...]. Enligt detta avtal skulle [...] leverera valsämnen till Duferco till ett pris som beräknats enligt i) Farrells försäljningspris för de färdiga produkterna ii) minus kostnaderna för Farrells bearbetning iii) plus en vinstmarginal. Genom detta avtal skulle den risk som hade överförts från Farrell genom avtalet av den 15 september 2005 täckas på koncernnivå inom Dufercokoncernen.
- (35) År 2006 beslutade FSIH att se över sitt innehav i Duferco US. Den 14 juni 2006 avtalade DII och FSIH därför att DII skulle ha en köpoption på samtliga aktier som FSIH innehade till ett belopp av 95 miljoner euro. Denna option tycks ha beviljats utan ersättning.
- (36) Denna köpoption tillkom i samband med förhandlingarna om det strategiska partnerskapet mellan Duferco och NLMK. I praktiken var det frågan om att Duferco US skulle överföras till SIF.
- (37) Den 12 december 2006, efter att denna köpoption utnyttjats av [...], det bolag i Dufercokoncernen som hade efterträtt DII med avseende på samtliga rättigheter och skyldigheter som rör nämnda åtgärd, avslutade FSIH sitt innehav i Duferco US. Den 12 december 2006 blev således Dufercokoncernen åter ensam ägare till Duferco US till ett belopp av 125,85 miljoner US-dollar (dvs. 95 miljoner euro). Den 18 december 2006 överläts 50 % av andelarna i SIF till NLMK.

### 2.2.3 ÅTGÄRD 2: INNEHAV I DPH (9 APRIL 2003–14 JUNI 2006)

- (38) Den 9 april 2003 förvärvade FSIH omkring 25 % av kapitalet i DPH samt en preferensaktie (*preferred share*) som medförde rätt till en särskild utdelning från [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH], etablerat i [...], numera i [...]. Dessförinnan hade FSIH gett konsultbolaget Ernst & Young i uppdrag att uppskatta värdet på DPH. På grundval av denna bedömning varierade värdet på 25 % av DPH mellan [...] och [...] miljoner US-dollar, dvs. ett medelvärde på [...] miljoner US-dollar. Priset för transaktionen mellan FSIH och [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH] uppgick slutligen till 86,42 miljoner US-dollar, dvs. runt 80 miljoner euro enligt den genomsnittliga månatliga växelkursen mellan US-dollar och euron i april 2003.
- (39) Parterna avtalade att FSIH på grund av innehavet av en preferensaktie hade en särskild rätt till utdelning från DPH enligt följande: i) Beviljande av ett belopp på 2 miljoner euro för vart och ett av räkenskapsåren 2003 och 2004, ii) beviljande av en summa på 4 miljoner euro för vart och ett av de efterföljande räkenskapsåren fram till år 2012.

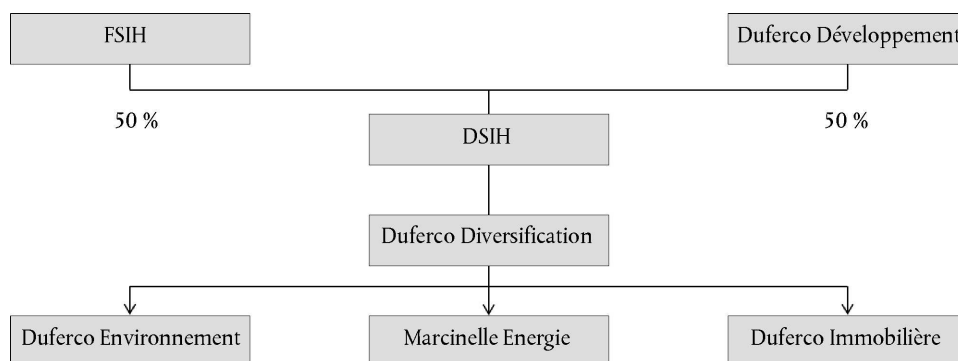
- (40) I januari 2005 erhöll FSIH således en utdelning på 4 miljoner euro för räkenskapsåren 2003 och 2004. Det verkar inte ha betalats ut någon utdelning för räkenskapsåret 2005. Räkenskapsåret 2006 hade inte avslutats innan FSIH sålde sitt innehav.
- (41) År 2006 önskade FSIH avsluta sitt innehav i DPH. Inför denna avyttring gav FSIH på nytt Ernst & Young i uppdrag att värdera bolagets innehav på 25 % i DPH. I Ernst & Youngs rapport från 2006 (nedan kallad 2006 års *Ernst & Young-rapport*) värderades innehavet på 25 % till mellan [...] och [...] miljoner US-dollar, dvs. omkring [...] och [...] miljoner euro enligt den genomsnittliga årliga växelkursen mellan US-dollar och euron under 2006.
- (42) Parterna godtog inte värderingen i 2006 års Ernst & Young-rapport. Den 14 juni 2006 sålde FSIH sitt innehav för [...] miljoner US-dollar, dvs. [...] miljoner euro till [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH].

#### 2.2.4 ÅTGÄRD 3: INNEHAV I DSIH (DEN 14 DECEMBER 2006)

- (43) Utöver sin verksamhet inom stålsektorn hade Dufenco utvecklat diversifierade verksamheter i Belgien, som omstrukturerades i september 2006 till ett nytt dotterbolag som tillhörde SIF: Carsid Développement. I december 2006, några dagar innan SIF delvis började kontrolleras av NLMK, beslutades det att Carsid Développement skulle lämna partnerskapet med det ryska bolaget.
- (44) Dufenco allierade sig då med FSIH för att återta och utveckla tillgångarna i Carsid Développement. Ett nytt bolag, [...], bildades den 29 november 2006 för att ta emot dessa tillgångar. När bolaget bildades kallade aktieägaren det för [...] och dess ursprungliga aktiekapital uppgick till [...] miljoner euro (tecknat men inte inbetalat med undantag för en aktie med ett nominellt värde på en euro). Vid sitt första möte den 7 december 2006 godkände styrelsen för [...] emellertid överföringen av den befintliga aktien från [...] till FSIH. Sedan godkände den att ett dotterbolag i Dufercokoncernen, Dufenco Développement, tecknade en aktie med ett nominellt värde på en euro. Styrelsen beslutade även att ändra bolagets firmanamn till Dufenco Salvage Investments Holding (nedan kallat *DSIH*). Den 7 december ägde FSIH och Dufenco således ett nytt gemensamt dotterbolag, DSIH, som var redo att ta emot tillgångarna från Carsid Développement.
- (45) Den 11 och den 14 december 2006 ökade både FSIH och Dufenco Développement kapitalet i DSIH med [65–72] miljoner euro, vilket motsvarar ett kontant innehav på 50 %. Genom dessa medel inlöstes samtliga aktier i Carsid Développement den 14 december 2006 till ett belopp av [...] miljoner euro. Carsid Développement döptes om till Dufenco Diversification.
- (46) Dufenco Diversification ägde således 100 % i följande tre bolag: Dufenco Environnement, Dufenco Immobilière och Marcinelle Energie. Dufenco Environnement handhar framför allt ett projekt för sanering av mark som är belägen vid [...] och som tillhör Dufenco Développement (projektet kallas [...]). I Dufenco Immobilière har tillgångar i fast egendom som tidigare tillhörde Carsid omstrukturerats och samlats. Slutligen hade Marcinelle Energie i uppdrag att sköta uppförandet av ett kombikraftverk (gas-/ångturbin) i Charleroi under 2006.

Figur 1

#### De bolag som omfattas av åtgärd nr 3



- (47) År 2008 såldes 80 % av Marcinelles projekt till det italienska elbolaget ENEL för [30–37] miljoner euro.
- (48) Den 26 mars 2010 tecknade Duferco Développement ytterligare en aktie i DSIH, vilket säkerställde att bolaget med sina 67 001 aktier (mot de 67 000 aktier som FSIH ägde) hade majoritet och således kunde kontrollera DSIH.
- (49) I juni 2011, efter det att partnerskapet mellan Duferco och NLMK hade upphört, beslutade sig Duferco och FSIH för att slå samman alla sina vallonska tillgångar, stålrelaterade och diversifierade, till ett nytt, enhetligt dotterbolag: DLP. De stålrelaterade tillgångarna från avvecklingen av SIF överfördes till DLP via ett dotterbolag som kallades Duferco La Louvière Produits Longs (DLLPL, jämför åtgärd 6). När det rör sig om de diversifierade tillgångarna integrerades de i DLP genom en rad transaktioner under sommaren 2011:
- [...].
- Genom dessa transaktioner sammanfördes alla Dufercos belgiska tillgångar (inbegripet de tidigare tillgångarna i DSIH) i DLP genom dess dotterbolag Duferco Belgium.

#### 2.2.5 ÅTGÄRDERNA 4 OCH 5: LÅNEN TILL [DET BOLAG SOM VID DEN TIDPUNKTEN UTGJORDE DET LEDANDE FÖRETAGET I DUFERCOKONCERNEN] OCH TILL SIF ÅR 2009

- (50) År 2009 beviljade FSIH ett lån på sammanlagt 100 miljoner euro till [...], det ledande företaget i Dufercokoncernen, med en löptid på sex år. När lånet beviljades var detta bolag registrerat i [...]. Idag har det omvandlats till bolaget [...], ett bolag enligt [...] rätt.
- (51) Genom ett avtal som undertecknades den 4 september 2009 beviljade FSIH inledningsvis ett lån som uppgick till [30–40] miljoner euro. Den tillämpliga räntan på lånet fastställdes enligt 12 månaders Euribor (1,302 %) plus 75 baspunkter, dvs. 2,052 % vid den tidpunkt då avtalet ingicks. Enligt den information som Belgien lämnade den 4 juni 2013 uppgick den effektiva räntan till 2,04 %. Kapitalet skulle betalas tillbaka senast den 31 december 2015 eller tidigare vid en förändring av kontrollen över SIF. Räntan på lånet beräknades årligen och skulle betalas i efterskott på det utestående lånet, från och med det sjätte året eller tidigare om kontrollen över SIF skulle förändras.
- (52) Bestämmelserna om återbetalning vid en ändring i SIF:s kapital som föreskrivs i artikel 1.1 i låneavtalet har införts för att ta hänsyn till de ömsesidiga köpoptionerna som Duferco och NLMK hade förhandlat fram med avseende på SIF i ett avtal av den 1 februari 2008. I avtalet från 2008 föreskrevs att en sådan option kunde utövas när som helst från och med december 2010 till ett pris av [...] miljoner US-dollar. Det följer av artikel 6.1 i låneavtalet mellan FSIH och [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] att låntagaren, om kontrollen över SIF förändrades, var skyldig att betala tillbaka det mottagna beloppet i förtid genom en full återbetalning av det lån som FSIH beviljat.
- (53) Två typer av garantier var tillämpliga på lånet:
- En skyldighet för [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] att betala tillbaka det lån som FSIH beviljat med medlen från försäljningen av Dufercos innehav i SIF till NLMK vid ett utnyttjande av den köpoption som föreskrivs i avtalet av den 1 februari 2008, och
- en pant på [...] stamaktier från bolaget DPH.
- (54) I december 2009 infördes ett tillägg till låneavtalet av den 4 september 2009. FSIH beviljade ett nytt lån på [60–70] miljoner euro till [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen]. Den tillämpliga räntan på lånet fastställdes likaså enligt 12 månaders Euribor (1,302 %) plus 75 baspunkter, dvs. 2,052 % vid den tidpunkt då avtalet ingicks. Enligt den information som Belgien lämnade den 4 juni 2013 uppgick den effektiva räntan till 1,99 % fram till inlösen av lånet. Vad gäller återbetalningen av lånet (kapital och ränta) var samma villkor tillämpliga som i avtalet av den 4 september. Vad gäller garantier ställdes säkerhet genom [...] ytterligare aktier i DPH.
- (55) Enligt Dufercos årsrapport 2009 motsvarade det totala värdet för garantin för de två lånen ungefär [...] miljoner US-dollar. Enligt Belgien motsvarade värdet på garantin detta belopp om det enbart grundades på nettotillgångarna vid den tidpunkt då lånet beviljades.

- (56) Lånet återbetalades i förtid i juli 2011 på grund av NLMK:s fullständiga övertagande av SIF.
- (57) Under samma period beviljade FSIH ett lån till SIF på 75 miljoner euro enligt två avtal som undertecknades den 29 september och den 22 december 2009. Detta lån betalades ut i två omgångar, med 20 miljoner euro i september 2009 och 55 miljoner euro i december 2009. Den tillämpliga räntan på lånet fastställdes enligt 12 månaders Euribor (1,302 %) plus 75 baspunkter, dvs. 2,052 % vid den tidpunkt då avtalet ingicks. Enligt den information som Belgien lade fram den 4 juni 2013 uppgick den effektiva räntan till 1,99 % fram till inlösen av de två delarna av lånet.
- (58) Kapitalet skulle återbetalas [...]. Räntan uppgick till [...]. Dessutom, enligt artikel 5 i låneavtalet, [...].
- (59) Den 29 juni 2011 avtalade parterna mot bakgrund av den negativa globala situationen inom stålsektorn och den ändrade kontrollen över SIF att SIF skulle betala tillbaka lånet i förtid genom tre betalningar fördelade under åren 2011, 2012 och 2013. Den 30 juni 2011 betalade SIF tillbaka en del av kapitalet, dvs. [15–25] miljoner euro samt den ränta som uppkommit fram till detta datum, dvs. [1–2] euro. I det sista tillägget, av den 30 september 2013, föreskrevs en förtida återbetalning av det utestående beloppet, dvs. [55–65] miljoner euro för kapitalet och [1–2] miljoner euro i ränta. I sitt svar på beslutet att inleda förfarandet underrättade Belgien kommissionen om att SIF:s skuld till FSIH hade betalats tillbaka i sin helhet.

#### 2.2.6 ÅTGÄRD 6: KAPITALÖKNING MED 100 MILJONER EURO I DLP

- (60) Under sommaren 2011 tillförde FSIH ett totalt kapitaltillskott på 100 miljoner euro till DLP, det investeringsinstrument som inrättats enligt luxemburgsk lagstiftning för att ta emot de parallella investeringarna från FSIH och Duferco i Belgien. Denna investering utfördes i två omgångar.
- (61) Den 29 juni 2011 beviljade FSIH inledningsvis ett konvertibelt lån på 30 miljoner euro till DLP med ränta enligt 12 månaders Euribor plus 200 baspunkter (dvs.  $2,137 + 2\% = 4,137\%$ ). Löptiden på detta lån var tio år. Lånet beviljades utan någon garanti mot bakgrund av parternas avsikt att konvertera det till kapital. Konverteringen av lånet till kapital ägde rum den 23 september 2011.
- (62) Den 7 juli 2011 deltog Duferco genom sitt dotterbolag DII i en kapitalökning på 101 miljoner euro i DLP mot 50,26 % av DLP:s aktiekapital.
- (63) Den 14 juli 2011 beviljade FSIH 70 miljoner euro till DLP genom en kapitalökning.
- (64) Genom sin investering innehade FSIH 49,74 % av DLP:s aktiekapital.
- (65) Kapitalökningen på 201 miljoner euro (100 miljoner euro från FSIH och 101 miljoner euro från Duferco) genomfördes av följande skäl:
- För att köpa aktier i DLLPL och aktier i ett annat belgiskt dotterbolag till Duferco, Duferco Trebos, för [80–100] respektive [5–15] miljoner euro. Dessa transaktioner överensstämde med Duferco och FSIH:s avsikt, vilken redan beskrivits med avseende på åtgärd 3, att överföra Dufercos samtliga vallonska tillgångar till DLP till följd av att partnerskapet mellan Duferco och NLMK upphörde.
  - För att köpa aktier från Duferco La Louvière Sales <sup>(10)</sup> för [50–70] miljoner euro,
  - För att investera [30–40] miljoner euro i DLLPL, senare Duferco Belgium, i en ny stränggjutningsanläggning.
- (66) I december 2012 beslutades det om en ny uppdelning av Dufercos stålrelaterade (som till största delen hade upphört) och icke stålrelaterade verksamhet i Vallonien. Duferco Belgium behöll den stålrelaterade verksamheten, medan ett nytt dotterbolag från DLP tog över den diversifierade verksamheten, Duferco Wallonie. Efter denna omorganisation såg koncernens organisationsplan ut på följande sätt:

Figur 2

#### De bolag som omfattas av åtgärd nr 6

(...)

<sup>(10)</sup> Duferco La Louvière Sales är ett bolag som kontrolleras av SIF.

### 3. SAMMANFATTNING AV DE TVIVEL SOM UTTRYCKTES I BESLUTET OM ATT INLEDA FÖRFARANDET

#### 3.1 FÖREKOMSTEN AV STÖD

##### 3.1.1 ÅTGÄRD 1

- (67) Kommissionen påminner om att dess tvivel inte gäller de villkor på vilka FSIH har förvärvat sitt innehav i Duferco US. Däremot anser kommissionen att det är tveksamt huruvida de villkor som FSIH har godtagit för att avsluta sitt innehav i Duferco US är förenliga med principen om en privat investerare i en marknadsekonomi. För att motivera sina tvivel har kommissionen framfört olika argument.
- (68) Först och främst var försäljningspriset i euro år 2006 detsamma som vid köpet år 2003, vilket talar för en begränsad lönsamhet under innehavsperioden. Detta överraskar kommissionen, med tanke på det positiva resultat som Duferco US uppnådde mellan 2003 och 2006 och ökningen av sistnämnda bolags eget kapital. I detta avseende bestrider kommissionen Belgiens uppfattning, enligt vilken avkastningen på innehavet ska fastställas i US-dollar (den funktionella valutan i Duferco US) och inte i euro (den funktionella valutan i FSIH).
- (69) Dessutom är kommissionen överraskad över att det inte har gjorts någon tidigare värdering för att fastställa priset för utnyttjandet av denna option.
- (70) Kommissionen ifrågasätter även tillvägagångssättet när FSIH avyttrade sina andelar och särskilt bolagets uppfattning om den försämrade konjunkturen under de kommande åren. I detta hänseende betvivlar kommissionen att en privat investerare skulle ha godtagit en option med så lång löptid (nästan tio år) trots att denne hävdade att den förutsåg en kommande konjunkturedgång. Kommissionen framhåller vidare att de avtal som ingicks med Duferco och [...] under 2005 och 2006 minskade Duferco US:s utsatthet med avseende på fluktuationer på marknaden och därmed bidrog till att öka bolagets attraktionskraft.
- (71) Slutligen är kommissionen förvånad över att köpoptionen har beviljats gratis, fastän den hade ett visst ekonomiskt värde för Dufercokoncernen som kunde utnyttja den när bolaget ville.

##### 3.1.2 ÅTGÄRD 2

- (72) Kommissionen betvivlar att villkoren för avslutandet av FSIH:s innehav i DPH är förenliga med principen om en privat investerare i en marknadsekonomi.
- (73) Förutom att kommissionen ifrågasätter användningen av US-dollar vid uppskattningen av lönsamheten för investeringarna i DPH betvivlar den framför allt att metoden för att fastställa överlåtelsepriset är välgrundad. Kommissionen är särskilt förvånad över skillnaden mellan det pris som parterna har avtalat och den oberoende uppskattningen från Ernst & Young år 2006.
- (74) Under den inledande undersökningsfasen har Belgien motiverat denna skillnad med att fem värderingsavdrag har beaktats. Kommissionen ifrågasätter att dessa värderingsavdrag verkligen beaktades vid förhandlingarna mellan [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH] och FSIH och, utöver detta formella ifrågasättande, betvivlar den att detta var ekonomiskt motiverat.
- (75) Slutligen ifrågasätter kommissionen tillvägagångssättet för FSIH:s avyttring av sina andelar.
- (76) Kommissionen anser sammanfattningsvis att FSIH inte har agerat som en privat investerare, utan i stället enbart har försökt att få tillbaka sitt ursprungliga tillskott på 80 miljoner euro, endast ökat med den utdelning på 4 miljoner euro som hade förfallit till betalning för år 2005 men som ännu inte hade betalats.

##### 3.1.3 ÅTGÄRD 3

- (77) Kommissionen betvivlar att de villkor på vilka FSIH investerade för DSIH:s räkning är förenliga med principen om en privat investerare i en marknadsekonomi.
- (78) Som svar på Belgiens bekräftelse att transaktionen kan anses ha genomförts på lika villkor påpekar kommissionen att DSIH redan befann sig inom Dufercos kontrollsfär när investeringen gjordes och att de tillgångar som hänförs till detta nya dotterbolag redan innehades av Duferco (till 50 % genom SIF). Mot denna bakgrund övertar endast den nya (offentliga) aktieägaren nya risker och transaktionen kan inte anses ha genomförts på lika villkor.



- (79) Vad gäller värderingen av Duferco Diversification och bolagets dotterbolag
- är kommissionen förvånad över beredskapen att betala ett pris på [...] miljoner euro för ett projekt som befann sig på ett så tidigt stadium som projektet [...],
  - uttryckte kommissionen tvivel beträffande värderingen av Marcinelles projekt, med beaktande av de antaganden som projektet byggde på.
- (80) Slutligen ifrågasätter kommissionen de konsekvenser som försäljningen av Duferco Diversification till DLP år 2011 medförde för FSIH, eftersom FSIH enbart ägde DLP till 49,7 %, och FSIH innehade alla aktier utom en i DSIH.

#### 3.1.4 ÅTGÄRDerna 4 OCH 5

- (81) Kommissionen betvivlar Belgiens påstående om att den ränta som erhållits för de två lånen inte innefattade något inslag av stöd, eftersom den var betydligt högre än den genomsnittliga rörliga ränta som bankerna tillämpade för [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] och för SIF-koncernen, dvs. 1,31 %, respektive 1,92 %.
- (82) Vad gäller lån som beviljats till [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] återfinns inte några liknande privata lån i den information som Belgien har lämnat.
- (83) Vad gäller de lån som har beviljats till SIF betvivlar kommissionen att man kan likställa bolaget med kreditbetyget AAA och är förvånad över att det saknas säkerheter för detta lån.
- (84) Således kan kommissionen inte definitivt utesluta att de lån som beviljades till [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] och SIF innehöll inslag av statligt stöd.

#### 3.1.5 ÅTGÄRD 6

- (85) Kommissionen har uttryckt tvivel om huruvida kapitalökningen till DLP på 100 miljoner euro var förenlig med principen om en privat investerare i en marknadsekonomi.
- (86) Kommissionen konstaterar att investeringen inte i förväg kunde anses ha genomförts på lika villkor, eftersom den i Dufercos fall genomfördes i ett bolag som redan tillhörde koncernen. Under dessa omständigheter tar den offentliga aktieägaren och den privata aktieägaren inte på sig samma risker, och den sistnämnda kan inte anses vara självständig vad gäller den aktuella investeringen.
- (87) Vad gäller priset på de tillgångar som DLP skulle förvärva ifrågasätter kommissionen särskilt den metod som har använts för att värdera DLLPL, Duferco Trebos och de aktier som återköptes från Duferco La Louvière Sales.

#### 3.2 FÖRENLIGHET

- (88) Kommissionen noterar att det inte verkar finnas några rambestämmelser eller riktlinjer från kommissionen beträffande förenlighetskriterier för statligt stöd som är tillämpliga på de granskade åtgärderna. Med hänsyn till i synnerhet möjligheten till regionalt stöd föreskrivs i de relevanta bestämmelserna att sådant stöd inom stålsektorn inte är förenligt med den inre marknaden.

### 4. SYNPKUNKTER FRÅN BELGIEN

#### 4.1 ÅTGÄRD 1

- (89) Vad gäller principen om en privat investerare i en marknadsekonomi anser Belgien att med beaktande av den särskilda situation som förelåg när försäljningen av aktierna i Duferco US avtalades kan det inte antas att denna transaktion inte har genomförts till marknadspris.
- (90) Belgien noterar för det första att den funktionella valutan i Duferco US, ett bolag med hemvist i Förenta staterna, i enlighet med den internationella redovisningsstandarden IAS 21.9 är US-dollar. Således anser Belgien att FSIH:s investering och beräkningen av avkastningen ska analyseras i US-dollar och inte i euro efter konvertering. Belgien tillägger att FSIH har tagit på sig risken att inte skydda sig mot risken för valutaförändringar, eftersom det var mycket svårt att erhålla en täckning på grund av transaktionens natur och särskilt på grund av osäkerheten vad gäller investeringens slutdatum. Belgien bekräftade även att avkastningen på investeringen, baserad på beloppet i US-dollar, uppgick till 6,81 % per år.

- (91) Vidare bestrider Belgien att värdet på det egna kapitalet ska beaktas vid värderingen av Duferco US. Belgien argumenterar för det första att en ökning av eget kapital som påverkar det redovisade värdet av ett bolag inte nödvändigtvis medför en ökning av bolagets marknadsvärde. För det andra framhåller landet den stora volatiliteten för bolagets vinst under de år som kommissionen har granskat. I detta avseende bestrider Belgien kommissionens påstående om att perioden 2003–2006 "sammantaget var en gynnsam period" för Duferco US och Farrell.
- (92) Istället för en bedömning som grundas på det egna kapitalet anser Belgien att en värderingsmetod som bygger på en multipel av EBITDA (resultat före räntor, skatt, avskrivningar och amorteringar) ska tillämpas. Belgien bestrider värdet på den multipel som kommissionen har tillämpat, vilken baserades på oberoende uppgifter från S&P Capital IQ. Landet argumenterar att den genomsnittliga multipeln för företag som liknar Duferco US (mellan [...] och [...]) är lägre än den som kommissionen har tillämpat ([...]). Detta leder till en lägre värdering för de aktuella 49,9 % av Duferco US. Det pris för överlåtelsen som parterna har avtalat ([...] miljoner US-dollar) överstiger enligt Belgien väsentligen värderingen av det innehav som överlåtits ([...] miljoner US-dollar) om den tillämpliga multipeln uppgår till [...] och [...] miljoner US-dollar om multipeln uppgår till [...].
- (93) För att förbättra sin värdering hänvisar Belgien sedan till det inflytande som de leveransavtal som Farrell, Duferco och [...] ingick i september 2005 och januari 2006 hade. Belgien gör gällande att den stabilisering av Farrells EBITDA som följer av dessa avtal leder till en minskning av sambandet mellan risk/avkastning för investeringen, motiverar ett överlåtelsepris för FSIH:s innehav i Duferco US mellan [...] miljoner US-dollar och [...] miljoner US-dollar. Landet framhåller att det överlåtelsepris som slutligen avtalades ([...] miljoner US-dollar) är väsentligt högre än enligt dessa värderingar.
- (94) Vad gäller FSIH:s avyttring av andelar har Belgien slutligen framfört olika skäl: i) Det avtal om leverans av valsämnen som ingicks med [...] som, samtidigt som resultatet stabiliserades, inte desto mindre medförde en risk för att den potentiella vinsten för Duferco US skulle begränsas, ii) förhandlingarna angående överlåtelsen av 50 % av SIF till NLMK, enligt vilka Duferco US skulle integreras i partnerskapet med den ryska koncernen, iii) det intryck som FSIH hade av en kommande konjunkturnedgång inom stålsektorn, iv) den goda likviditeten inom Dufercokoncernen, vilket gav FSIH möjligheten att överlåta sina andelar i Duferco US.
- (95) Vad gäller priset och köpoptionens giltighet påstår Belgien att priset för köpoptionen var integrerat i det lösenpris som förhandlats fram och att löptiden på nästan tio år motiverades av de osäkra faktorer som förelåg på datumet för genomförandet av den planerade transaktionen mellan Duferco och NLMK.

#### 4.2 ÅTGÄRD 2

- (96) Vad gäller kommissionens första tvivel hävdar Belgien att det var nödvändigt att utvärdera investeringen i DPH i US-dollar och inte i euro, eftersom US-dollar är den funktionella valutan i DPH. Användningen av US-dollar som referensvaluta medger en årlig avkastning på 8,81 % för innehavet i DPH.
- (97) Vad gäller de övriga tvivel som kommissionen har framfört motiverar Belgien skillnaden mellan försäljningspriset och intervallet i 2006 års Ernst & Young-rapport med att fem värderingsavdrag har beaktats.

##### 4.2.1 VÄRDERINGSAVDRAG NR 1 – VÄRDERINGEN AV AVDELNINGEN TRADING VID DPH

- (98) DPH är moderbolag för två stora avdelningar, nämligen Trading (handel) och Industry (tillverkning). Den 29 september 2003, dvs. några månader efter det att FSIH förvärvat andelar i DPH, sålde sistnämnda bolag 50 % av andelarna i sin avdelning Trading (Duferco International Trading Holding – [...]) till [...]. Denna försäljning grundades på det redovisade värdet för avdelningen Trading, genom att försäljningspriset beräknades med beaktande av hälften av Duferco International Trading Holdings eget kapital, dvs. 40,83 miljoner US-dollar eller 36,01 miljoner euro enligt den genomsnittliga årliga växelkursen mellan US-dollar och euron under 2003.
- (99) Enligt Belgien utgjorde detta marknadspriset. Detta pris skulle således tillämpas när hela koncernen värderades runt tre år senare. Enligt Belgien skulle det redovisade värdet för avdelningen Trading ha beaktats i 2006 års Ernst & Young-rapport i stället för den tillämpade värderingsmetoden – dvs. fördelningsnyckeln "price/earnings" – för hela koncernen. Däremot har Belgien inte gjort några invändningar mot att avdelningen Industry i sig värderades enligt fördelningsnyckeln "price/earnings".

- (100) En värdering av avdelningen Trading i enlighet med dess redovisade värde medför ett värderingsavdrag på mellan 20 och 31 miljoner US-dollar enligt bedömningen i 2006 års Ernst & Young-rapport.
- (101) Belgien framhåller slutligen att även om fördelningsnyckeln "price/earnings" skulle tillämpas på hela koncernen speglar fördelningsnyckeln i 2006 års Ernst & Young-rapport inte DPH:s riskprofil. Valet av en sådan metod hindrar nämligen inte att man utför en separat värdering av avdelningarna Trading och Industry, och att olika fördelningsnycklar bör tillämpas på var och en av dem. 2006 års Ernst & Young-rapport har underlåtit att beakta detta genom att tillämpa en fördelningsnyckel som grundas på jämförbara företag som enbart är verksamma inom industrin på hela koncernen (inbegripet avdelningen Trading). Enligt Belgien medför handelsverksamhet fler risker än tillverkning. Det lämpar sig således att tillämpa en lägre fördelningsnyckel av typen "price/earnings" på denna typ av verksamhet, vilken speglar det lägre intresset från investerarna för denna riskprofil (Belgien har tillhandahållit uppgifter från S&P Capital IQ för att styrka detta påstående). Genom att inte göra detta övervärderade Ernst & Young DPH år 2006.

#### 4.2.2 VÄRDERINGSAVDRAG NR 2 – CYKLICALITETEN PÅ STÅLMARKNADEN

- (102) Belgien anser att den period som Ernst & Young använde för att uppskatta vinsten och den fördelningsnyckel av typen "price/earnings" som skulle tillämpas vid värderingen av Duferco US inte i tillräcklig utsträckning avspeglade cyklicaliteten inom stålsektorn. Denna period täcker enbart de fyra åren 2003–2006 och omfattar i praktiken tre bra år (2004, 2005 och 2006) och endast ett dåligt år (2003). Parterna lade således till åren 2001 och 2002 i sin analys och fastställde viktningarna på ett annat sätt än Ernst & Young för varje år.
- (103) De värden och viktningar som parterna har tillämpat leder fram till ett värde på [...] miljoner US-dollar för DPH (jämfört med [...] miljoner US-dollar enligt referensfallet från Ernst & Young). Denna väsentliga skillnad vid värderingen, som dessutom borde kompletteras med effekten av andra värderingsavdrag och justeringar, bekräftar att Ernst & Young övervärderade DPH år 2006.

#### 4.2.3 VÄRDERINGSAVDRAG NR 3 – ANDELARNAS BRISTANDE LIKVIDITET

- (104) Enligt Belgien ska det tillämpas ett värderingsavdrag som speglar den bristande likviditeten hos de andelar i DPH som FSIH ägde. De faktorer som vanligen ska beaktas för att bedöma likviditeten med avseende på ett bolags aktier är följande:
- Säljoption: Har aktieägaren en option som låter denne sälja sina aktier till ett förutbestämt pris? En sådan option, som saknas i förekommande fall, skulle innebära att aktiernas likviditet ökar.
  - Villkor som minskar innehavets attraktionskraft: Både FSIH och [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH] hade en förköpsrätt ("first refusal right"), vid en planerad försäljning till tredje part. Denna typ av villkor minskar väsentligen intresset från en tredje part att inleda långdragna och kostsamma förhandlingar med en av de befintliga aktieägarna för att förvärva aktier. I praktiken kan den andra aktieägaren utnyttja sin förköpsrätt med avseende på det anbud som dessa förhandlingar leder fram till.
  - Utdelningsbeloppet: FSIH kan i framtiden endast förväntas erhålla relativt blygsamma utdelningar, som motsvarar en årlig avkastning på 4,8 % (utdelningar på 4 miljoner euro per år). Men en blygsam nivå på utdelningen kan ha en negativ inverkan på aktiernas likviditet.
  - Riskfaktorer som påverkar investerarna: Det framgår av den omfattande cyklicaliteten inom stålsektorn, och av DPH:s vinstvolatilitet, att bolaget är verksamt i en mycket riskfylld miljö. En sådan risknivå påverkar innehavets likviditet negativt.
  - Utvecklingsmöjligheter: År 2006 ansågs marknaden ha nått kulmen av högkonjunkturen och utvecklingsmöjligheterna för de kommande åren var således begränsade. Även en sådan faktor minskar aktiernas likviditet.
  - Innehavets storlek: Ju större innehavet är, desto färre är de potentiella förvärvarna. Detta är ännu mer sant om, såsom i förvarande fall, innehavet är väsentligt men fortfarande utgör en minoritet.
  - Företagets storlek och finansiella styrka: Eftersom DPH:s eget kapital uppgick till [...] miljoner euro, såsom framgår av 2006 års Ernst & Young-rapport, kan bolaget anses utgöra ett litet till medelstort företag. Aktier i ett litet eller medelstort företag, framför allt ett onoterat, är svårare att avyttra än aktier i ett stort bolag.

- (105) Med hänsyn till dessa faktorer och med beaktande av "avsaknaden av intresse för detta innehav från andra aktörer", enades parterna om att tillämpa ett värderingsavdrag för bristande likviditet på 40 % jämfört med de 30 % som Ernst & Young rekommenderade.
- (106) Belgien anser att det inte krävs någon utförligare motivering av de ytterligare värderingsavdragen, eftersom dessa avdrag håller sig inom de intervall som vanligtvis tillämpas och det fastställda värderingsavdraget på 40 % utgör resultatet av en förhandling mellan parterna.

#### 4.2.4 VÄRDERINGSAVDRAG NR 4 – RESERV FÖR UTDELNING PÅ FSIH:S PREFERENSAKTIER

- (107) FSIH har förhandlat till sig en utdelning på preferensaktier på 4 miljoner euro per år för räkenskapsåren mellan 2005 och 2012. Ernst & Young beaktade denna rätt vid sin värdering år 2006 och tog hänsyn till att FSIH kunde förväntas erhålla 4 miljoner US-dollar<sup>(1)</sup> per år under de sju åren fram till år 2012 (dvs. i dagens värde en summa på 26,3 miljoner US-dollar).
- (108) Ernst & Young har inte lagt till denna uppdaterade summa i sig i sin uppskattning. Konsultföretaget tillämpade ett värderingsavdrag på 6,2 % genom att uppskatta att risken för att denna utdelning på preferensaktier inte betalas ut var jämförbar med kreditrisken för en obligation med kreditbetyget BBB. Således har 22,2 miljoner US-dollar lagts till det erhållna värdet för 25 % av andelarna i DPH i 2006 års Ernst & Young-rapport.
- (109) Enligt Belgien uppskattade parterna vid denna tidpunkt att detta värderingsavdrag på 6,2 % inte var tillräckligt för att spegla risken för utebliven betalning av utdelningen på preferensaktier.
- (110) För att motivera detta har Belgien lagt fram två huvudsakliga argument. Det första argumentet avser variationerna i DPH:s resultat: Vid otillräcklig vinst eller likviditet skulle bolaget kunna avstå från att betala ut någon utdelning. Belgien framhåller i detta avseende att det var upp till bolaget att avgöra huruvida det skulle betala ut någon utdelning på preferensaktier. Det andra argumentet rör organisationen inom Dufercokoncernen: Det bolag som betalar ut utdelningen är ett holdingbolag (DPH) och vinsterna på dess nivå utgör bara en konsolidering av de vinster som dess dotterbolag generat. Således är en ökning av vinsten från dotterbolagen till holdingbolaget av olika skäl (särskilt skattelagstiftning, finansiella åtaganden, avtalsförpliktelser) inte alltid enkel även om den är möjlig.
- (111) Sammantaget medför dessa faktorer en faktisk osäkerhet vad gäller den framtida utbetalningen av utdelningen på DPH:s preferensaktier. Enligt Belgien krävs det en tillämpning av ett högre värderingsavdrag än det som skulle ha tillämpats på den framtida avkastningen för obligationer med kreditbetyget BBB. Parterna enades om siffran 14 % – dvs. ett värderingsavdrag på 4 miljoner US-dollar i förhållande till Ernst & Youngs uppskattning.

#### 4.2.5 VÄRDERINGSAVDRAG NR 5 – KONTROLLPREMIE

- (112) I praktiken utgörs värderingsavdrag nr 5 av valet att inte tillämpa den överkurs som föreslås i 2006 års Ernst & Young-rapport. I denna rapport konstaterade konsultföretaget att aktieägaravtalet gav FSIH särskilda rättigheter som gjorde det möjligt för bolaget att påverka vissa strategiska beslut i koncernen. I 2006 års Ernst & Young-rapport uppskattas det således att det krävs ett tillägg av en kontrollpremie som uppgår till mellan 0 % och 10 % av värdet på innehavet.
- (113) Enligt Belgien valde parterna att inte tillämpa en sådan kontrollpremie, eftersom de särskilda rättigheterna i praktiken inte har något marknadsvärde vid en överlåtelse till tredje part eller till [det bolag som vid den tidpunkten kontrollerade DPH]. Enligt Belgien kunde nämligen [det bolag som vid den tidpunkten kontrollerade DPH] vid en hypotetisk överlåtelse till tredje part i praktiken motsätta sig en överlåtelse av de rättigheter som hade fastställts i DPH:s aktieägaravtal. Därmed hade [det bolag som vid den tidpunkten kontrollerade DPH] inte någon skyldighet att betala en viss summa för att återkräva fullmakter.
- (114) Belgien observerar att parterna hade avtalat att de särskilda rättigheter som hörde ihop med FSIH:s andelar enligt aktieägaravtalet skulle upphöra att gälla om någon av dem överlät sitt innehav till en tredje part. Även om det inte kan ifrågasättas att de särskilda rättigheter som föreskrevs i aktieägaravtalet i vart fall skulle ge FSIH en befogenhet att påverka DPH:s genomförande och att dessa rättigheter som sådana nödvändigtvis har ett visst värde vid den tidpunkt då FSIH förvärvade sitt innehav i DPH, kvarstår det faktum att FSIH inte fritt kunde överlåta de särskilda rättigheter som bolaget innehade till tredje parter. Dessa rättigheter hade således inte något som helst marknadsvärde.

<sup>(1)</sup> Det ska noteras att Ernst & Young felaktigt har bytt ut euro mot dollar.

## 4.2.6 ANDRA RELEVANTA OMSTÄNDIGHETER

- (115) Belgien gör gällande två andra omständigheter som inte har beaktats vid tillämpningen av ett värderingsavdrag, men som landet önskar nämna så att kommissionen ska få insikt i de olika faktorer som diskuterades vid förhandlingarna mellan parterna innan det slutgiltiga priset fastställdes.
- (116) Den första omständigheten i sammanhanget avser avtalet från 2005 mellan DPH och Farrell, i vilket det föreskrevs att vissa vinster skulle överföras till Farrell. På grund av detta avtal tillämpades ett värderingsavdrag på 5,5 miljoner US-dollar på den rapporterade vinsten ("reported earning") i 2006 års Ernst & Young-rapport för varje år som beaktades. Parterna har inte ökat storleken på detta värderingsavdrag.
- (117) Den andra aktuella omständigheten har samband med ett leveransavtal med bolaget [...]. I detta avtalades ett inköp av en stor mängd mellanprodukter (valsämnen) till ett pris som motsvarade produktionskostnaderna. Beroende på stålpriset på världsmarknaden kunde detta avtal medföra antingen en risk för förlust eller en möjlighet till vinst för DPH. I detta avtal fastställdes skyldigheter att tillföra kapitaltillskott och kännbara påföljder vid en uppsägning, och det utgjorde således en risk för en potentiell belastning för DPH. I 2006 års Ernst & Young-rapport specificerades inte denna risk och enligt de uppgifter som Belgien har lämnat till kommissionen gjorde inte heller parterna detta.
- (118) Slutligen påminner Belgien om varför FSIH avslutade sitt innehav: sektorns cykikalitet, ankomsten av nya privata investerare och deras inflytande i Dufercokoncernen ([...] och NLMK), tillgängligheten till likvida medel inom Dufercokoncernen. Belgien framhåller i detta avseende att den gemensamma verksamheten med NLMK gav uttryck för Dufercos önskan att fasa ut den industriella stålproduktionen för att kunna ägna sig åt nya verksamhetsområden, såsom sanering av anläggningar och utveckling av energiprojekt. FSIH agerade i linje med detta genom att dra sig tillbaka från DPH och investera i koncernens nya diversifieringsprojekt (se åtgärd 3).

## 4.3 ÅTGÄRD 3

- (119) Belgien motiverar priset på [...] miljoner euro med en kombination av olika omständigheter.

## 4.3.1 HANDELSFORDRINGAR

- (120) Carsid Développement, senare Dufenco Diversification, ärvde handelsfordringar på [30–37] miljoner euro gentemot ett annat bolag i koncernen (Dufenco La Louvière Sales).

## 4.3.2 DET FÖRVÄNTADE MERVÄRDET FÖR PROJEKTET [...]

- (121) Sedan [...] 2002 arbetar Dufercokoncernen med att utveckla ett omfattande projekt för sanering av anläggningar. Även om denna mark tillhör Dufenco Développement är det dotterbolaget Carsid Développement (senare Dufenco Diversification) som ansvarar för att utveckla projektet.
- (122) Belgien specificerar att vid den tidpunkt som FSIH fattade beslutet att godkänna aktieförvärvet i DSIH, dvs. den 5 december 2006, hade det redan fastställts att Dufenco Développement, som inte hade några personalresurser, skulle använda sig av Dufenco Diversification för att utföra arbetet med förberedelserna och saneringen av anläggningen tillhörande [...]. Vad gäller ersättningen till Dufenco Diversification för de tjänster som tillhandahölls inom ramen för projektet hade det redan avtalats att Dufenco Diversification skulle erhålla hälften av den förväntade vinsten vid försäljningen av den mark som tillhörde Dufenco Développement, och att den andra halvan skulle tillfalla sistnämnda bolag.
- (123) Belgien medger att det dröjde innan ett formellt avtal ingicks mellan Dufenco Diversification och Dufenco Développement på grund av fastighetsprojektets komplexitet och dess ambition. Först krävdes det att vissa aspekter fastställdes i enlighet med slutsatserna från den granskningsgrupp som hade inrättats enligt ministerbeslutet av den 18 januari 2007, dvs. en månad efter FSIH:s inträde i DSIH.
- (124) Ersättningen till Dufenco Diversification inom ramen för projektet [...] formaliserades slutligen genom ett avtal som ingicks den 4 februari 2009 mellan Dufenco Développement, som ägde marken, och Dufenco Diversification. Belgien hävdar att i det avtal som ingicks år 2009, i överensstämmelse med vad som ursprungligen avtalats, föreskrevs det att vinsten från försäljningen av den sanerade marken skulle delas lika mellan Dufenco Développement och Dufenco Diversification. Detta avtal från 2009 utgör endast en formalisering av ett befintligt avtal mellan Dufenco Développement och Carsid Développement från 2006. Genom att ta hänsyn till detta projekt under värderingsprocessen för Carsid Développement motiverades således fullständigt FSIH:s investering i DSIH.

- (125) Dessutom framhåller Belgien att FSIH från år 2006 har grundat sin investering på en värdering av detta projekt. Belgien anser att den förväntade vinsten för projektet [...] försiktigt värderades till [...] miljoner euro år 2006.
- (126) Denna summa motsvarar skillnaden mellan de uppskattade kostnaderna för saneringen av anläggningen [...] ([...] miljoner euro enligt en expertrapport från 2006) och värdet av den mark som Duferco Développement ägde (enligt Belgien redan uppskattat till [...] miljoner euro – ett värde som bekräftades i januari 2010 av konsultföretaget GALTIER).
- (127) Belgien uppskattar således att FSIH agerade konservativt och försiktigt när bolaget begärde att parterna skulle behålla en vinst på [...] miljoner euro som i enlighet med deras avtal skulle delas lika mellan Duferco Développement och Duferco Diversification (dvs. [...] miljoner euro för DSIH att beakta).
- (128) På grund av intern omorganisering inom Duferco överfördes projektet [...] till bolaget Duferco Wallonie den 19 december 2012 till ett värde av [...] miljoner euro. Detta belopp motsvarade projektets förväntade mervärde, vilket omprövades av nya experter under 2012.
- (129) Belgien har så här långt inte lämnat några andra uppgifter vad gäller huruvida projektet [...] skulle genomföras eller inte och med avseende på dess kommersiella framgång eller misslyckande.

#### 4.3.3 ÖVERFÖRING AV FAST EGENDOM TILL ETT AV DUFERCO DIVERSIFICATIONS DOTTERBOLAG

- (130) Viss fast egendom tillhörande bolaget Duferco La Louvière har överförts till Duferco Immobilière, ett dotterbolag till Duferco Diversification. Egendomens värde, som styrkts av en konsult, bedöms uppgå till mellan [14–21] och [15–22] miljoner euro.

#### 4.3.4 VÄRDET PÅ MARCINELLE ENERGIES PROJEKT

- (131) Marcinelle Energie, ett dotterbolag till Duferco Diversification, skulle under 2006 som projekt uppföra ett centralt kombikraftverk i Charleroi. FSIH grundade sin värdering av projektet på ett expertutlåtande från konsultföretaget Bain (nedan kallat *Bain*) från juli 2006.
- (132) Enligt Bain kunde projektets övergripande värde uppskattas till [...] miljoner euro: Närmare bestämt i) [...] miljoner euro av nettonuvärdet för detta kraftverk och ii) [...] miljoner euro vid en fördelning av 100 % av projektets utsläppsrätter.
- (133) En intermediär värdering som föreslagits av Bain bygger på i) ett nettonuvärde på [...] miljoner euro (grundat på antagandet att Duferco inte skulle samarbeta med något elbolag) och ii) en fördelning av endast 50 % av utsläppsrätter på [...] miljoner euro. Värderingen av utsläppsrätterna har sedan reducerats ytterligare med beaktande av en risk för minskade priser på utsläppsrätter. Det slutliga värde som FSIH godtog för utsläppsrätterna uppgick till [...] miljoner euro.
- (134) På grundval av detta expertutlåtande var det befogat för FSIH att anta att investeringen i upprättandet av ett kombikraftverk hade ett nettonuvärde på [...] miljoner euro ([...] miljoner euro). Av rapporten från Bain framgår emellertid att ett samarbete med ett erfaret elbolag skulle kunna medföra värdefördelar, vilket skulle höja projektets nettonuvärde till [...] miljoner euro.
- (135) Enligt Belgien uppgick det övergripande medianvärdet för Marcinelle Energies projekt vid en försiktig beräkning på grundval av expertutlåtandet från Bain således till [...] miljoner euro.
- (136) Mot bakgrund av denna värdering inledde FSIH förhandlingar om värderingen av Marcinelle Energies projekt, som grundades på de sonderande kontakter som Duferco-koncernen tog med olika aktörer inom energisektorn i syfte att ingå ett partnerskap. Såsom framgår av utbytet med de huvudsakliga aktörerna inom energisektorn – bland annat EDF, ELECTRABEL, SPE, NUON och ENEL – fanns det ett betydande intresse för Marcinelle Energies projekt, vilket pekade på stora möjligheter.
- (137) Trots att endast belopp i storleksordningen [...] miljoner euro diskuterades vid dessa sonderande kontakter rörande förvärv av 80 % av andelarna i Marcinelle Energies projekt har FSIH begärt och fått igenom att projektets medianvärde som enligt Bain uppgick till [...] miljoner euro ska sänkas med tanke på de belopp som diskuterades vid dessa informella kontakter.

- (138) Slutligen fastställdes ett värde på [...] miljoner euro för en värdering av 80 % av projektet. För återstående 20 % av projektet enades FSIH och Duferco om en värdering upp till 20 % av projektets medianvärde, såsom det fastställdes i Bains expertutlåtande, dvs. [...] miljoner euro (20 % av [...] miljoner euro). Således har ett totalt värde på [...] miljoner euro fastställts för Marcinelle Energies projekt.
- (139) Belgien gör även gällande att i december 2006, när FSIH beslutade att förvärva ett innehav i DSIH tillsammans med Duferco Développement, hade värdet på Marcinelle Energie kraftverksprojekt varit föremål för förhandlingar som lett till att parterna fastställde en värdering av projektet som var väsentligt lägre än medianvärdet på [...] miljoner euro enligt rapporten från Bain. Parterna fastställde slutligen ett belopp på [...] miljoner euro. Genom detta förfarande såg FSIH till att en mycket försiktig beräkningsmetod användes.
- (140) Mot denna bakgrund framgår det definitivt att parterna gjorde en försiktig värdering som var väsentligt lägre än den maximala lönsamhet som projektet kunde generera. Således är det i grunden felaktigt att klandra FSIH för att ha gett sken av att investera "ett belopp som motsvarar projektets förväntade avkastning" (punkt 161 i kommissionens beslut om att inleda förfarandet).
- (141) Belgien medger i alla fall att enligt Bains rapport innebar beaktandet av värdet på utsläppsrätterna att det krävdes att kraftverket kunde tas i bruk mycket snabbt, senast under 2009. Om projektet blev försenat kunde det inte längre dra nytta av möjligheten att tilldelas tillgängliga utsläppsrätter.
- (142) Två år efter denna diskussion, i juni 2008, lyckades Duferco Diversification sälja 80 % av Marcinelle Energies projekt till det italienska elbolaget ENEL för [30–37] miljoner euro. Denna försäljning innefattade en säljoption enligt vilken Duferco Diversification kunde sälja sina återstående andelar ([...]) till ENEL ett år efter det att kraftverket tagits i bruk, till ett pris av [...] miljoner euro ökat med återbetalning av eventuella förluster som följt av ett leveransavtal till självkostnadspris (*off-take right*).
- (143) Konjunkturen på elmarknaden vände emellertid tvärt från år 2010 och lönsamheten för kombikraftverk sjönk således drastiskt. Detta hindrade emellertid inte att kraftverket togs i drift den 31 mars 2012.
- (144) Mot denna bakgrund utövade Duferco Diversification (senare Duferco Belgium) i början av år 2013 sin utträdesrätt till ett belopp av [...] miljoner euro, med ett tillägg på [...] miljoner euro som återbetalning för förluster som härrörde från leveransavtalet till självkostnadspris, på [...] miljoner euro som avdrag på gaspriset och på [...] miljoner euro på grund av "omvärderingar och olika intressen" (utan närmare beskrivning).
- (145) Slutligen överläts Marcinelle Energies projekt således för totalt [70–78] miljoner euro. Såsom Belgien har preciserat ska man från denna summa dock dra av investeringarna ([...] miljoner euro) och förlusterna (omkring [...] miljoner euro) mellan 2006 och 2013. Man erhåller då en odiskonterad nettovinst på omkring [40–46] miljoner euro.
- (146) Dessa resultat är sämre än de möjligheter som förutspåddes år 2006. Belgien motiverar detta med den totala omsvängningen på gasmarknaden från år 2010 och framhåller att ENEL-koncernen också förlorade pengar i projektet.

#### 4.3.5 SUMMAN AV DE FYRA OMSTÄNDIGHETERNA

- (147) På grundval av de fyra omständigheter som angetts fastställde FSIH och Duferco år 2006 att värdet på Duferco Diversification uppgick till mellan [...] miljoner euro och [...] miljoner euro. Slutligen fastställdes värdet till [...] miljoner euro, varav hälften skulle tillhandahållas av FSIH.
- (148) Belgien gör gällande att denna investering i DSIH ska betraktas som en investering som genomförts på lika villkor med Duferco Développement. FSIH och Duferco Développement har tillhandahållit samma belopp, har samma intressen och är föremål för samma risker. Belgien påminner i detta hänseende om att bolaget DSIH inte tillhörde Dufercokoncernen före FSIH:s investering, eftersom bolaget grundades den 29 november 2006 av en tredje part (under namnet "[...]"), innan det överläts till FSIH och Duferco Développement som ett särskilt finansiellt instrument för deras gemensamma investeringar i december 2006. Av dessa olika anledningar var FSIH:s ingripande förenligt med principen om en privat investerare i en marknadsekonomi.

- (149) Det bör påminnas om att DSIH den 8 juli 2011 sålde sitt innehav i Duferco Diversification till DLP för samma belopp, nämligen [...] miljoner euro. DLP betalade emellertid inte detta belopp, utan Duferco Diversification behöll en fordran på [...] miljoner euro i sin balansräkning i detta hänseende.

#### 4.4 ÅTGÄRDERNA 4 OCH 5

- (150) Vad gäller lånet till [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] tillbakavisar Belgien att det skulle innehålla något inslag av stöd. Landet erinrar om att den genomsnittliga rörliga räntan för banklån för olika dotterbolag till [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] år 2009 uppgick till [1,1–1,55] %, dvs. en lägre räntenivå än räntan för de lån som granskas.
- (151) Belgien gör gällande att denna jämförelse är viktig eftersom de lån som beaktats vid beräkningen är jämförbara med det lån som FSIH beviljat. I detta avseende motsätter sig landet kommissionens uppfattning att dessa lån inte är relevanta vid en jämförande analys.
- (152) Enligt Belgien var det felaktigt av kommissionen att beakta kriterier som lånets löptid, lånebeloppet eller lånets natur för att bestämma huruvida de privata lånen var jämförbara med lånet från FSIH. Detta tillvägagångssätt strider mot bestämmelserna i kommissionens meddelande om en översyn av metoden för att fastställa referens- och diskonteringsräntor (nedan kallat *2008 års meddelande om referensräntor*) <sup>(12)</sup>, i vilket det uttryckligen fastställs att *"marginalen i hög grad är oberoende av lånets löptid"*.
- (153) Belgien illustrerar denna brist på samband mellan å ena sidan lånets löptid, belopp och natur och å andra sidan marginalen med en analys av lån som beviljats till Duferco av kommersiella banker. De banklån som omfattar de högsta beloppen har en ränta som varierar mellan [0,9–1,35] % och [1,7–2,2] % som ofta är lägre än räntan på lån av små belopp (upp till [2,25–2,75] % för ett lån på [...] miljoner euro eller till och med [2,3–2,75] % för ett lån på [...] miljoner euro). Räntan på lån för att finansiera rörelsekapital (*"working capital"*) varierar mellan [0,75–1,15] % och [2,75–3,25] %, medan räntan på lån för investeringar (*"Capex"*) varierar mellan [1,5–2] % och [2,75–3,25] %.
- (154) Enligt Belgien föreligger det för övrigt inte några krav, för att utesluta varje inslag av stöd vid beviljandet av ett offentligt lån, att det finns ett privat banklån som är identiskt i samtliga avseenden. Varken enligt unionslagstiftningen eller enligt rättspraxis anges det något krav på att offentliga lån ska vara identiska med privata lån i fråga om löptid, belopp och natur för att utesluta varje inslag av stöd.
- (155) Vad gäller kreditbetyget för [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] drar Belgien av de räntor som var tillämpliga på de olika lån som Duferco beviljats av bankinstitut slutsatsen att nämnda bolag att bolaget kunde erhålla kreditbetyget AAA. Belgien hänvisar i detta hänseende till den ränta som år 2009 beviljades bolag med kreditbetyget A till AAA med högt ställda säkerheter enligt 2008 års meddelande om referensräntor: 2,37 % i september 2009 och 2,05 % i december 2009.
- (156) Belgien hävdar slutligen att FSIH:s lån omfattades av mycket högt ställda säkerheter mot bakgrund av 2008 års meddelande om referensräntor. Det följer av DPH:s mycket höga ekonomiska soliditet att en pant på 15 % av bolagets aktier är en mycket bra säkerhet. Dessutom innebär det faktum att fordran på [...] miljoner euro i princip är säker genom att lånet ska betalas tillbaka i förtid vid en förändrad kontroll över SIF, att denna säkerhet har en hög soliditet.
- (157) När det gäller de lån som beviljats till SIF-koncernen framgår det av jämförelsen att det endast föreligger ett mycket begränsat samband mellan de kriterier som kommissionen har åberopat (löptid, belopp och natur) och ersättningen för dessa lån.
- (158) Av jämförelsen kan det även slås fast att ersättningen för lånet från FSIH ligger nära ersättningen för olika lån som beviljats av privata finansinstitut till bolaget SIF. Med en räntesats på 1,99 % är ersättningen i praktiken något högre än den genomsnittliga räntan för lånen till SIF-koncernen, vilken uppgår till [1,65–2,15] %.
- (159) Genom att endast beakta de långfristiga lån som SIF har ingått uppnås ett ännu lägre intervall än detta medelvärde på [1,65–2,15] %, nämligen ett intervall mellan [1–1,5] % och [1,65–2,15] %.

<sup>(12)</sup> EUT C 14, 19.1.2008, s. 2.



- (160) Enligt Belgien innebar avsaknaden av säkerhet för det lån som beviljades till SIF att det var nödvändigt att lägga på en marginal på [20–60] baspunkter till detta intervall. Detta kunde motiveras genom kreditbetyget "hög" enligt definitionerna i 2008 års meddelande om referensräntor, vilket SIF kunde göra anspråk på. Denna ökning medförde ett intervall på [1,5–2] % till [...] %, inom vilket det lån som beviljats av FSIH även ligger.
- (161) I avsaknad av en offentlig kreditvärdering motiverar Belgien SIF:s kategori "hög" med det faktum att den räntesats som tillämpas av privata finansinstitut motsvarar (eller är lägre än) den räntesats som fastställs i 2008 års meddelande om referensräntor för företag med hög finansiell säkerhet (kreditbetyg AAA till A).

#### 4.5 ÅTGÄRD 6

- (162) Enligt Belgien ska FSIH:s och DII:s investeringar i DLP ha genomförts på lika villkor, eftersom i) de belopp som investerats av den privata partnern och den offentliga partnern i princip är identiska, ii) DLP inte tillhörde Dufercokoncernen före denna investering, utan har grundats just som ett särskilt instrument för att samla de respektive investeringarna från FSIH och DII, och iii) syftet med investeringarna inte var att återköpa tillgångar som redan tillhörde Dufercokoncernen (men dock SIF).
- (163) Belgien uppger att det faktum att investeringen från FSIH inledningsvis beviljades i form av ett konvertibelt lån (och snabbt konverterades) saknar betydelse. I själva verket ingick FSIH och DII ett aktieägaravtal samma dag som det konvertibla lånet beviljades, enligt vilket de åtog sig att genomföra en kapitalökning i DLP på ungefär 70 respektive 101 miljoner euro. Lånet på 30 miljoner euro ska således granskas som en del av kapitalökningen på 201 miljoner euro som avtalades på lika villkor av FSIH och DII.
- (164) Vad gäller köpet av aktier i DLLPL ska kommissionen komma ihåg att regionen Vallonien, genom SOGEPa, var aktieägare i DLL sedan 1999 och i denna egenskap hade ingående kunskaper om bolagets verksamhet och finansiella situation. Detta förklarar att parterna, inom ramen för DLP:s investeringar i DLLPL, inte fann att det var nödvändigt att upprätta en affärsplan i vederbörlig ordning. FSIH var väl förtroget med föremålet för köpet. Vidare hävdar Belgien att FSIH när investeringen utfördes kunde vara säker på att denna affärsplan var försiktig, eftersom beräkningarna till fullo överensstämde med de faktiska sifferuppgifter som redan fanns tillgängliga. Detsamma gäller för Duferco Trebos.
- (165) Vad gäller förvärvet av aktier i Duferco La Louvière Sales bekräftar Belgien att det är korrekt att investeringarna från FSIH och DII i DLP ledde till att sistnämnda bolag kunde förvärva ett viktigt produktlager till ett värde av [50–70] miljoner euro (försäljningsavtal av den 30 juni 2011), men det ska framhållas att säljaren av dessa produkter inte var något "annat bolag i Dufercokoncernen". Duferco La Louvière Sales var faktiskt ett bolag som vid den tidpunkten och än i dag kontrolleras av SIF. Efter förhandlingar köptes lagerbeståndet tillbaka till dess redovisade värde fastän dess verkliga värde var betydligt högre.
- (166) Vad gäller investeringen på [30–40] miljoner euro i DLLPL hade särskilda affärsplaner upprättats för olika projekt eller investeringsscenarier. Slutligen beslutade parterna att investera [30–40] miljoner euro i DLLPL, senare Duferco Belgium. Denna investering hade endast varit föremål för en affärsplan, vilken Belgien har lämnat kommissionen. De andra affärsplaner som Belgien hänvisar till saknar betydelse, eftersom de planerade projekten eller scenarierna i slutändan inte genomfördes av parterna.

### 5. SYNPKTER FRÅN DE BERÖRDA PARTERNA

#### 5.1 GEMENSAMMA SYNPKTER FRÅN [...], DSIH OCH DLP SAMT NÄRSTÅENDE BOLAG

- (167) Inledningsvis finns det anledning att precisera att [...], ett holdingbolag som tillhör Dufercokoncernen, har efterträtt [...] samt bolagen [...] och [...], DPH:s tidigare moderbolag.

#### 5.1.1 ÅTGÄRD 1

- (168) [...] framhåller inledningsvis att bolaget till fullo instämmer i Belgiens slutsatser.

- (169) [...] återkommer sedan till de omständigheter som ledde fram till att FSIH investerade i Duferco US. Förvärvet av andelar i Farrell hörde samman med FSIH:s önskan att kontrollera anläggningen, för att Duferco inte skulle överge den belgiska anläggningen till föremål för den amerikanska anläggningen. Regionen Vallonien ville skydda sig mot risken för missgynnsamma konsekvenser i händelse av att regionens intressen eventuellt stred mot Dufercos. Dessutom var syftet med FSIH:s investering i Farrell även att underlätta en tillnärmning mellan de belgiska och amerikanska produktionsanläggningarna, för att optimera informationsutbytet och möjliga synergier mellan anläggningarna.
- (170) [...] anser att det är viktigt att framhålla att initiativet om att FSIH skulle avyttra sina andelar kom från Duferco. I februari 2006 skrev Duferco under en avsiktsförklaring med NLMK i syfte att överlåta ett innehav på 50 % i SIF till nämnda bolag. En av förutsättningarna var dock att SIF ägde samtliga aktier i Duferco US, vilket således krävde ett återköp av de aktier som innehades av FSIH. Duferco föreslog således en köpoption för FSIH för att kunna möta NLMK:s krav och samtidigt behålla den nödvändiga flexibiliteten med tanke på den osäkerhet som förelåg vid denna tidpunkt i fråga om genomförandet av transaktionen. Erbjudandet om återköp från Duferco var samtidigt intressant med hänsyn till det förväntade slutet på högkonjunkturen inom stålsektorn i slutet av 2006, vilket gjorde investeringen mindre attraktiv.
- (171) [...] bekräftade Belgiens synpunkter om att möjligheten till en föregående upphandling med andra eventuella förvärvare inte var relevant med tanke på föremålet för överlåtelsen, nämligen försäljningen av ett minoritetsinnehav i ett privat bolag inriktat på en icke integrerad produktionsanläggning. Även om det inte krävdes någon föregående upphandling vidhåller [...] att överlåtelsen ändå genomfördes till marknadspris.
- (172) [...] påminner om att den funktionella valutan i Duferco US är US-dollar. Således saknar det betydelse, förutom för FSIH:s interna behov, att köpeskillingen betalades i euro.
- (173) För att komplettera de värderingar som utförts av regionen Vallonien gav [...] KPMG i uppdrag att värdera FSIH:s innehav på 49,9 % i Duferco US den 14 juni 2006, datumet för beviljandet av köpoptionen, genom att använda det verkliga värdet.
- (174) KPMG ansåg att FSIH:s innehav i Duferco US skulle värderas som ett innehav som inte ger kontroll och som inte kan överlåtas, samtidigt som man tillämpade en kontrollpremie, eftersom aktieägaravtalet av den 9 april 2003 gav FSIH ett väsentligt inflytande i Duferco US som översteg det inflytande som en minoritetsaktieägare har.
- (175) KPMG uppgav att cyklerna inom stålindustrin generellt sett varierar mellan tre och sju år. KPMG konstaterar att även om stålindustrin uppvisade goda resultat under 2006 fanns det ändå tydliga tecken på stora risker för en försvagning av den nationella fordonsindustrin och risken för en marknadskorrigerig inom byggbranschen (andra byggnader än bostäder).
- (176) KPMG uppskattade det verkliga värdet för innehavet på 49,9 % i Duferco US den 14 juni 2006 till [...] miljoner US-dollar genom att huvudsakligen utgå från cykler på tre och fem år samt en värdering på grundval av en EBITDA-multipel från jämförbara bolag.
- (177) [...] uttryckte sedan sina synpunkter på diskussionen om huruvida värdet på det egna kapitalet skulle beaktas vid värderingen av Duferco US. Bolaget bekräftade att en värdering på grundval av det egna kapitalet, såsom kommissionen föreskrivit i sitt beslut att inleda förfarandet, inte utgör det mest lämpliga tillvägagångssättet. Bolaget påpekar emellertid att även om det egna kapitalet ska beaktas är slutsatsen att transaktionen genomfördes till marknadspris. För att bevisa detta vill bolaget uppmärksamma kommissionen på en transaktion som det anser är jämförbar, nämligen överlåtelsen av ett innehav på 50 % i SIF till NLMK (åtföljd av en ovillkorlig köpoption på minst en aktie i SIF). Det pris som erhöles vid denna transaktion från 2006 motsvarar en multipel av bolagets eget kapital som i princip är identisk med multipeln för det egna kapitalet vid överlåtelsen från FSIH av dess innehav i Duferco US (i båda fallen, en multipel nära 2). Det finns inte något som tyder på att den transaktion som rörde SIF inte genomfördes på marknadsvillkor och denna jämförelse bekräftar att även beaktandet av det egna kapitalet leder till bedömningen att transaktionen utfördes till marknadspris.
- (178) Vad gäller köpoptionens varaktighet gör [...] bedömningen att den ska ses mot bakgrund av de samtida förhandlingarna om en eventuell överlåtelse från Duferco av 50 % av kapitalet i SIF till NLMK. NLMK hade en

skyldighet att utarbeta ett första utkast till ett överlåtelseavtal och ett aktieägaravtal inom tio dagar från undertecknandet av avsiktsförklaringen. Själva avsiktsförklaringen gällde bara till den 1 oktober 2006. Syftet var således att Duferco skulle välja huruvida bolaget skulle utnyttja köptionen under veckorna eller månaderna efter det att FSIH beviljat den. Parterna hade således inte någon verklig anledning att avtala att optionen skulle gälla fram till den 31 december 2015.

- (179) KPMG fastställde det verkliga värdet på den köption som Duferco beviljades i juni 2006. KPMG delade Dufercos uppfattning om att det var tillräckligt att ta hänsyn till optionens löptid ("expected term", dvs. fyra månader), eftersom optionen inte kunde överlätas eller överföras, vilket minskade dess värde betydligt. KPMG uppskattade att köptionens verkliga värde uppgick till [...] miljoner US-dollar.
- (180) På grundval av den avtalade löptiden uppgick det verkliga värdet till [...] miljoner US-dollar. Om ett sådant belopp beaktades och lades till det verkliga värdet för FSIH:s innehav i Duferco US uppgick överlåtelsepriset till [...] miljoner US-dollar, ett avsevärt lägre belopp än det pris som betalades av [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen].

#### 5.1.2 ÅTGÄRD 2

- (181) Enligt [...] hade FSIH:s investering i DPH dubbla syften, nämligen dels att förvärva andelar, representeras i styrelsen, få tillgång till information och strategiska dokument, och dels att uppnå en attraktiv och säkrad finansiell avkastning (utdelning på preferensaktier).
- (182) Den huvudsakliga orsaken till FSIH:s avyttring av innehavet i DPH var överlåtelsen av de belgiska produktionsanläggningarna till NLMK. Duferco utgjorde inte längre någon strategisk partner för regionen Vallonien och produktionsanläggningarna i Clabecq och la Louvière påverkades inte längre direkt av besluten från avdelningen Trading i Duferco.
- (183) [...] bekräftar att DPH utgör ett bolag vars funktionella valuta är US-dollar samt att avkastningen på varje investering i det sådant bolag ska värderas i US-dollar. FSIH:s investering i DPH har således gett en avkastning på 8,81 % per år.
- (184) [...] gav KPMG i uppdrag att analysera den bedömning som Ernst & Young utförde i mars 2006. Vad gäller värderingsmetoderna noterar KPMG att Ernst & Young inte preciserar vilken typ av värde som värderingen grundas på (marknadsvärde, investeringsvärde eller verkligt värde). Som bedömningsgrund har Ernst & Young huvudsakligen tillämpat jämförbara bolag på marknaden. KPMG förespråkar inte en metod som bygger på jämförbara bolag jämfört med metoder som grundas på jämförbara transaktioner. KPMG utgår inte från värdet på nettotillgångarna eftersom denna metod inte tar hänsyn till framtida vinster samt operativa risker.
- (185) KPMG finner att man mot bakgrund av dess analys av cyklikaliteten inom stålindustrin bör beakta perioder på mellan fyra och sex år med lika stor vikt för varje år för bedömningen av DPH. KPMG instämmer i parternas analys enligt vilken åren 2001 och 2002 ska beaktas vid värderingen av DPH för att på ett korrekt sätt spegla cyklikaliteten inom stålindustrin och tillämpa en identisk viktning för varje år.
- (186) KPMG bekräftar relevansen och räckvidden vad gäller de justeringar som Ernst & Young har företagit med avseende på engångshändelser vid värderingen av DPH. KPMG har även gjort vissa justeringar av åren 2001 och 2002 som Ernst & Young inte har beaktat.
- (187) KPMG har granskat förteckningen över jämförbara företag som Ernst & Young har valt ut. KPMG har inte kunnat återfinna vissa multiplar som återges i 2006 års Ernst & Young-rapport i den databas som Ernst & Young använde (Bloomberg). Dessutom bedömde KPMG att det var lämpligt att inte inkludera vissa bolag i förteckningen över jämförbara bolag som Ernst & Young har tillhandahållit. KPMG har upprättat en egen förteckning över jämförbara bolag, av vilken det framgår att medianförhållandet mellan "price/earnings" under åren 2003–2006 var lägre än det som Ernst & Young har använt.
- (188) KPMG har inte kunnat beakta ett tillräckligt antal noterade bolag som enbart är verksamma inom stålhandeln. En separat värdering av avdelningen Trading är således inte möjlig. Likväl bekräftar KPMG att det kan anses lämpligt att utföra en separat värdering av handelsverksamheten och produktionsverksamheten. Med en högre risk och mer volatila resultat kan handelsverksamheten ge en högre avkastning till investerarna, vilket leder till en lägre värdering av denna verksamhet. Således ska en lägre multipel tillämpas på handelsverksamheten. [...] uppskattar att det är relevant att hänvisa till överlåtelsen av 50 % av [...] i september 2003, där det överenskomna priset låg nära värdet på det egna kapitalet.

- (189) Vad gäller poster utanför balansräkningen bekräftar KPMG att det belopp som motsvarar ett bolags eget kapital ska justeras innan passiva poster utanför balansräkningen beaktas, såvida dessa inte är återkommande. Till skillnad från Ernst & Young anser KPMG att endast dessa poster ska dras av från det uppskattade värdet på bolagets eget kapital, oberoende av värderingsmetod.
- (190) För två poster utanför balansräkningen har KPMG ansett att det är lämpligt att ompröva det justerade belopp som Ernst & Young har tillämpat. Detta gäller de "franska och belgiska garantier" som Ernst & Young värderade till [...] miljoner US-dollar år 2006, medan KPMG anser att de uppgick till [...] miljoner US-dollar. Dessa garantier har justerats mot bakgrund av deras inneboende risk. Detta medför ett totalt belopp på [...] miljoner US-dollar mot de [...] miljoner US-dollar, som fastställts av Ernst & Young.
- (191) KPMG bekräftar att det värderingsavdrag för bristande likviditet (30 %) som Ernst & Young har tillämpat är relevant samt dess omfattning. Även en återbetalning på 12 % inom ramen för den värdering som bygger på jämförbara transaktioner är relevant.
- (192) KPMG har uppskattat att det är lämpligt att tillämpa en kontrollpremie på 5 % för en bedömning som grundas på jämförbara bolag, eftersom en sådan metod genererar en värdering som motsvarar ett minoritetsinnehav, medan FSIH:s innehav innebar ett väsentligt inflytande över DPH. KPMG uppskattar att ett värderingsavdrag på 20 % ska tillämpas vid en värdering som grundas på jämförbara transaktioner, eftersom denna metod leder till en värdering med en kontrollerande andel.
- (193) KPMG fastställer vad gäller avkastningen på preferensaktien att Ernst & Young gjorde ett misstag i sin värdering av utdelningen för preferensaktien för perioden 2006–2012, genom att grunda sin beräkning på en årlig utdelning på 4 miljoner US-dollar, när det var fråga om 4 miljoner euro. KPMG uppskattar sedan att den nedsatta ränta som Ernst & Young har tillämpat vad gäller risken för utebliven betalning (6,2 %) ligger inom det acceptabla intervall som fastställts, mellan 1,8 % och 16,4 %. Den nedsatta ränta på 14 % som tillämpats av parterna anses även den vara godtagbar, eftersom den ligger inom detta intervall.
- (194) Dessa justeringar medför en värdering av innehavet i DPH som varierar mellan [...] miljoner US-dollar och [...] miljoner US-dollar, dvs. ett medianvärde på [...] miljoner euro, vilket överensstämmer med överlåtelsepriset i juni 2006 på [...] miljoner euro. [...] drar slutsatsen att det inte rör sig om något statligt stöd till [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH].

### 5.1.3 ÅTGÄRD 3

- (195) DSIH bekräftar de argument som Belgien har lagt fram för att hävda att investeringen från FSIH genomfördes på lika villkor. DSIH bekräftar att villkoren för transaktionen var identiska för Dufenco Développement och för FSIH. De två aktieägarna har tillsammans gått med på att åta sig en ny risk genom att investera i DSIH för att genomföra Dufenco Diversifications diversifieringsprojekt. På grundval av sitt innehav åtnjöt de två aktieägarna en proportionell fördelning av eventuell utdelning och finansiella fördelar från de projekt som utvecklats av deras gemensamma dotterbolag. Enligt DSIH hade det privata ingripandet från Dufenco Développement stor ekonomisk betydelse, och investeringsbeloppet var identiskt med det från FSIH.
- (196) DSIH bekräftar att bolaget inte tillhörde Dufenco Développement innan de samtidiga gemensamma investeringarna utfördes. DSIH är ett bolag som grundades av en tredje part en kort tid före investeringarna (den 29 november 2006) och som sedan förvärvades av de två avtalsparterna för att möjliggöra deras investeringar. DSIH har vidare uppgett att de projekt som DSIH köpte tillbaka inte heller tillhörde Dufercokoncernen före FSIH:s investering, även om de sköttes av SIF på utkaststadiet.
- (197) Angående projektet [...] har DSIH preciserat att regionen Vallonien, genom SOGEPa, var väl förtrogen med förhållandena vid anläggningen [...], eftersom den hade ingripit i Dufercokoncernen i samband med övertagandet av [...] och sedan vid konkursen. Regionen Vallonien var även aktieägare i [...] och hade flera styrelseposter i detta bolag. Regionen Vallonien medverkade också redan från början i projektet [...] och hade tillgång till all tillgänglig information i samband med inledandet av projektet, nämligen exakt samma information som var tillgänglig för de privata investerarna.
- (198) DSIH stödjer sig på en efterhandsvärdering av projektet som bevisar att den ursprungliga värderingen av projektet var välgrundad och förutspådde en attraktiv lönsamhet.

- (199) Vad gäller Marcinelle-projektet bekräftar DSIH att det faktum att lönsamheten blev lägre än förväntat inte berodde på för höga investeringar från avtalsparterna utan på orsaker som låg utanför deras kontroll. För det första tillkännagav kommissionen i januari 2008 ett förslag om avskaffande av en kostnadsfri tilldelning utsläppsätter, vilket starkt påverkade värderingen av projektet innan förhandlingarna med ENEL slutfördes. För det andra drabbades elmarknaden år 2010 av en total omsvängning som inte kunde förutses, med en ogynnsam utveckling av priset på el, gas och utsläppsätter.
- (200) Duferco Diversification klarade sig bra från denna kris genom att sälja Marcinelle Energie just innan den inträffade. Företaget överlät 80 % av Marcinelle Energie till ett skäligt pris och hade säkerställt resterande [...] genom en säljoption som förhandlades fram med ENEL.

#### 5.1.4 ÅTGÄRDerna 4 OCH 5

- (201) [...] noterar att vad gäller tillämpningen av principen om en privat investerare i en marknadsekonomi ska olika omständigheter undersökas, särskilt den tillämpliga räntan och de säkerheter som krävs för att garantera lånet.
- (202) Vad gäller säkerheterna [...] ska det påminnas om att Duferco uppvisade en mycket stabil finansiell situation, vilket framgår av de lånevillkor som Dufercokoncernen beviljats av bankinstitut, med en ränta som motsvarade den ränta som erbjuds till företag med kreditbetyget AAA enligt kommissionens referensräntor. Dessutom var [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] innan den förväntade återbetalningen av lånet från FSIH skyldigt att tillhandahålla medlen från den framtida försäljningen till NLMK av DII:s innehav i SIF. Förekomsten av en framtida, men nästan säker, fordran på [...] miljoner US-dollar gentemot NLMK utgör en likvid och lättillgänglig garanti. Detta lån utgör ett förskott på en framtida fordran. FSIH innehade även en pant på 15 % av aktierna i DPH, ett mycket stabilt bolag finansiellt sett (ingen förlust registrerat fram till år 2009), med ett ungefärligt värde på [...] miljoner US-dollar. Slutligen garanterar referensräntan, 12 månaders Euribor, en stabil ränta under en period på 12 månader, vilket är ett attraktivt kännetecken i kristider och i samband med sjunkande räntor. Mot bakgrund av dessa garantier var risken för FSIH således minimal.
- (203) De räntor som tillämpades av privata banker på Dufercokoncernen varierade mellan [0,65–1,15] % och [2,75–3,25] %, med ett medelvärde på [1,1–1,55] %, dvs. en ränta som är helt i linje med räntan från FSIH. [...] anser att jämförelsen även ska omfatta lån som inte har exakt samma löptid, lånebelopp eller natur eller som har en annan basränta. Endast säkerheter och tillämpliga räntesatser ska beaktas.
- (204) De lånebelopp som Belgien har redogjort för är generellt lägre än lånen från FSIH, eftersom Belgien bara har redogjort för de lån som tecknats i euro, vilka endast utgör en liten del av den totala summan. [...] hänvisar till lån i flera valutor som utgör de klart största beloppen. Dessa uppgifter visar att Duferco hade tillgång till kreditfaciliteter till ett mycket stort belopp och att vissa lån utgjorde lånfristiga lån (tio år). Räntan för dessa lån varierade mellan [0,5–1] % och [2,2–2,65] % med ett medelvärde på [1,6–2,05] %.
- (205) [...] drog således slutsatsen att den tillämpliga räntan var helt förenlig med marknadsräntan på grund av FSIH:s solida säkerheter.

#### 5.1.5 ÅTGÄRD 6

- (206) Enligt DLP var parternas ursprungliga avsikt att lånet på 30 miljoner euro skulle kunna konverteras inom kort, vilket skedde i september 2011. FSIH hade inledningsvis som avsikt att investera ett kapital på 100 miljoner euro. DLP uppskattar att det konvertibla lånet ska analyseras tillsammans med kapitaltillskottet och behandlas som ett sådant.
- (207) DLP bekräftar att ingripandena från DII och FSIH ägde rum samtidigt. DII deltog i en kapitalökning den 7 juli 2011, dvs. några dagar innan FSIH:s kapitalökning och efter beviljandet av det konvertibla lånet. Vidare bekräftar nämnda bolag att transaktionsvillkoren är identiska, eftersom de två parterna i princip har investerat identiska belopp. Det är således fråga om investeringar som genomförts på lika villkor eftersom FSIH och DII bär samma risk och erhåller en proportionell fördelning av utdelningen och värdeökningen för deras dotterbolag.

- (208) DLP bekräftar att bolaget inte hörde till Dufercokoncernen när FSIH utförde sin investering, utan utgjorde ett nytt bolag som grundats i särskilt syfte att samla de två parternas gemensamma investeringar. Det faktum att dessa investeringar delvis användes för att köpa SIF:s tillgångar saknar betydelse, eftersom överlåtelsepriset grundades på expertrapporter. Följaktligen drog DLP slutsatsen att FSIH:s investering i DLP skedde på lika villkor med DII.
- (209) DLP påminner även om att SOGEPa varit aktieägare i DLL sedan 1999 och således hade ingående kunskaper om bolagets verksamhet och finansiella situation samt om sektorn för långa produkter. Genom SOGEPa hade regionen Vallonien gedigna kunskaper om marknadsvillkoren, driftställena och omgivningarna runtomkring. DLL uppger även att det endast finns en enda affärsplan för vart och ett av bolagen Duferco Trebos och DLLPL. FSIH kunde således fatta ett medvetet beslut och hade tillgång till samma information som den som hade krävts av en privat investerare i samma situation.
- (210) Enligt DLP följer det av de finansiella resultaten att den EBITDA som förelåg efter tre månader var i linje med den EBITDA som förutspåddes i affärsplanen för en period på sex månader. När investeringen gjordes kunde FSIH vara säker på att affärsplanerna var återhållsamma.

## 5.2 SYNPUNKTER FRÅN SIF

- (211) Kommissionen påpekar att SIF:s synpunkter inte rör den åtgärd där bolaget är stödmottagare, nämligen åtgärd 5.
- (212) SIF anser att bolagets finansiella situation var god när lånet beviljades och att garantierna var gott och väl tillräckliga för att betala tillbaka hela lånet till FSIH när låneavtalet ingicks. Vidare hävdar SIF att det inte fanns några som helst tvivel för FSIH om att utlåningen var lönsam mot bakgrund av investeringspolicyn och SIF:s utveckling. SIF:s affärsplan för de belgiska anläggningarna, särskilt för åren 2007–2010, innehöll omfattande investeringsprojekt som utlovade viktiga utvecklingsmöjligheter för koncernen i Belgien.
- (213) Dessutom anser SIF att bolagets tillhörighet till två stora aktörer inom stålsektorn har beaktats i den riskanalys som hörde samman med FSIH:s lånetransaktion. NLMK har beviljat en garanti till FSIH om kontrollen skulle ändras. Genom att bevilja ett lån på 75 miljoner euro till SIF med en ränta på 2,05 % (en marginal på 75 baspunkter) medan räntan på nya lån från Banque nationale de Belgique (den belgiska riksbanken) uppgick till 1,63 %, hade FSIH inte tagit några onödiga risker jämfört med en privat aktör.
- (214) SIF erinrar om att tillämpningen av principen om en privat investerare i en marknadsekonomi inte kräver någon jämförelse med lån som i varje hänseende är identiska med det lån som FSIH beviljade. SIF uppger även att kommissionen har specificerat att det även ska beaktas vilken typ av aktör som berörs, transaktionens natur och de berörda marknaderna. Mot denna bakgrund ska två privata lån som har beviljats till Duferco Clabecq, ett dotterbolag till SIF, beaktas vid jämförelsen med det lån som FSIH har beviljat. Analysen av dessa lån visar att SIF kunde erhålla krediter från privata finansinstitut under den period som FSIH beviljade lånet och att de lånevillkor som FSIH beviljade inte skiljde sig väsentligen från marknadsvillkoren. Den räntesats som kreditinstituten tillämpade för dessa båda krediter, [1–1,5] % (Sumitomo-lånet) och [1,2–1,7] % (Rabobank-lånet) var lägre än den som beviljats av FSIH (2,05 %). Av detta följer att den subjektiva risken för det lån som FSIH beviljade speglas av den tillämpliga räntesatsen, 12 månaders Euribor, som stärker lånets säkerhet för långivaren genom att en stabil ränta garanteras för tolv månader.
- (215) Dessutom hävdar SIF att avsaknaden av säkerheter inte på något sätt skulle kunna utgöra en fördel. Att det inte har krävts någon garanti beror på bolagets ekonomiska stabilitet, eftersom dess tillhörighet till NLMK-, Duferco- och [...]koncernerna var sådan att FSIH var övertygad om att SIF kunde betala tillbaka lånet.
- (216) SIF påpekar även att en marginal på 75 punkter är förenlig med bankernas praxis vid denna tidpunkt. Lånet från Sumitomo visar att marginalen för en genomsnittligt ställd säkerhet var [10–50] punkter, dvs. lägre än den som föreskrevs i 2008 års meddelande om referensräntor för ett bra (100 punkter) eller högt (75 punkter) kreditbetyg. För lånet från Rabobank var marginalen [45–85] punkter för säkerheter som ställts på en normal nivå. Om man beaktar att SIF hade ett bra kreditbetyg överensstämmer en marginal på 75 punkter (lägre än 100 punkter) för ett lån på tio år med bankernas praxis, vilka under denna period hade pressat sina marginaler avsevärt.

- (217) SIF drar slutsatsen att det lån som FSIH beviljade bolaget motsvarar marknadsvillkoren och inte ger bolaget någon fördel.
- (218) SIF preciserar emellertid att om lånet ska kvalificeras som stöd kan ett sådant stöd vara förenligt med den gemensamma marknaden enligt kommissionens meddelande om en tillfällig gemenskapsram för statliga stödåtgärder för att främja tillgången till finansiering i den aktuella finansiella och ekonomiska krisen (nedan kallat *2009 års meddelande*)<sup>(13)</sup>. För att bedöma huruvida subventionerade räntesatser är förenliga med bestämmelserna om statligt stöd infördes i 2009 års meddelande en sänkt räntesats särskilt för krisperioden. SIF påpekar att samtliga villkor som föreskrivs i 2009 års meddelande uppfylls: avtalet ingicks den 29 september 2009 och SIF befann sig inte i svårigheter den 1 juli 2008. Om lånet ska kvalificeras som stöd ska bedömningen av huruvida räntesatsen för det lån som FSIH har beviljat till SIF är förenlig således bedömas på grundval av den sänkta räntesatsen.

## 6. BELGIENS KOMMENTARER TILL DE BERÖRDA PARTERNAS SYNPUNKTER

### 6.1 BELGIENS KOMMENTARER TILL SYNPUNKTERNA FRÅN [...]

- (219) Synpunkterna från [...] kräver inte några särskilda kommentarer från Belgien. De bekräftar att besluten fattades i enlighet med överväganden inom industriell verksamhet som överensstämmer med marknadsvillkoren.

### 6.2 BELGIENS KOMMENTARER TILL SYNPUNKTERNA FRÅN SIF

- (220) Synpunkterna från SIF kräver inte några särskilda kommentarer från Belgien. Belgien uppger även att landet står till kommissionens förfogande för det fall att det lån som beviljades till SIF anses innehålla inslag av stöd, för att bekräfta förenligheten.

## 7. BEDÖMNING AV ÅTGÄRDERNA

### 7.1 BEDÖMNING AV FÖREKOMSTEN AV STÖD I DEN MENING SOM AVSES I ARTIKEL 107.1 I EUF-FÖRDRAGET

- (221) Enligt artikel 107.1 i EUF-fördraget är stöd som ges av en medlemsstat eller med hjälp av statliga medel, av vilket slag det än är, som snedvrider eller hotar att snedvrida konkurrensen genom att gynna vissa företag eller viss produktion, oförenligt med den inre marknaden i den utsträckning det påverkar handeln mellan medlemsstaterna. I denna bestämmelse fastställs villkoren för när en åtgärd från en medlemsstat kan anses utgöra statligt stöd.
- (222) För det första ska de aktuella åtgärderna ha vidtagits av staten i det hänseendet att den ska innefatta statliga medel och kunna tillskrivas staten. För det andra ska kommissionen pröva huruvida dessa statliga medel ger en fördel. För det tredje krävs det att åtgärderna är selektiva (till exempel riktar sig till ett företag, en ekonomisk sektor eller ett geografiskt område), till skillnad från en åtgärd med allmän räckvidd. För det fjärde krävs det att åtgärderna kan snedvrida konkurrensen och påverka handeln mellan medlemsstaterna.
- (223) Kommissionen ska först och främst pröva de sex åtgärderna mot kriterierna gällande statligt ursprung, selektivitet och påverkan på konkurrensen och handeln inom gemenskapen. Därefter ska kommissionen analysera kriteriet om en ekonomisk fördel med avseende på var och en av åtgärderna.
- (224) Kommissionen noterar att Belgien inte har bestridit att finansieringen har statligt ursprung, att den är selektiv samt dess påverkan på konkurrensen och handeln mellan medlemsstaterna. Vad gäller dessa kriterier kommer kommissionen således endast att bekräfta den analys som gjorts i beslutet att inleda förfarandet. Endast det villkor som rör förekomsten av en ekonomisk fördel bestrids av Belgien.

#### 7.1.1 KRITERIERNA GÄLLANDE STATLIGT URSPRUNG OCH HURUVIDA STÖDET KAN TILLSKRIVAS STATEN

- (225) Kommissionen påminner om att "[f]ör att förmåner skall anses vara stöd i den mening som avses i artikel 87.1 EG krävs emellertid för det första att de tilldelas direkt eller indirekt med statliga medel [...], och för det andra att de kan tillskrivas staten [...]"<sup>(14)</sup>.

<sup>(13)</sup> EUT C 83, 7.4.2009, s. 1.

<sup>(14)</sup> Domstolens dom av den 16 maj 2002, Frankrike/kommissionen, C-482/99, ECLI EU:C:2002:294, punkt 24.

- (226) Det organ som ursprungligen vidtagit de granskade åtgärderna är holdingbolaget FSIH. FSIH, vars verksamhetssyfte är att ingripa i stålbolag som är etablerade utomlands, är ett helägt dotterbolag till SOGEPa som i sin tur ägs till 100 % av regionen Vallonien. De medel som FSIH förfogar över kontrolleras alltså av regionen Vallonien och utgör således statliga medel.
- (227) Beskrivningen av SOGEPa och FSIH visar att de offentliga myndigheterna har en avgörande roll vid ingripandena från SOGEPa:s och FSIH:s sida. SOGEPa agerar på begäran av den vallonska regeringen. I artikel 3.1 i dess stadgar anges att företagets mål är att utföra alla uppdrag som den tilldelas av den vallonska regeringen. Det ska i detta sammanhang bl.a. genomföra vallonska regeringens beslut om att ingripa i kommersiella företag samt förvalta aktieinnehav, obligationer, förskott eller intressen som regionen Vallonien eller SOGEPa självt förfogar över eller har i dessa företag. Inom stålsektorn kräver varje beslut från SOGEPa som inte avser en ren portföljförvaltning ett godkännande från regionen Valloniens ekonomi- och budgetminister. I detta hänseende visar de artiklar som publicerades i tidningen *Le Soir* den 21 november 2011 reaktionerna från de vallonska ministrarna som var ansvariga för ekonomi vid den aktuella tidpunkten. Dessa personer tog uppenbarligen på sig ansvaret för den vallonska regeringen vad gäller FSIH:s ingripanden.
- (228) Mot denna bakgrund anser kommissionen att de granskade åtgärderna uppfyller kriteriet gällande statligt ursprung och ska tillskrivas regionen Vallonien.

#### 7.1.2 SELEKTIVITETSKRITERIET

- (229) De granskade åtgärderna rör endast bolag och dotterbolag i Dufercokoncernen. De är alltså selektiva.

#### 7.1.3 KRITERIERNÄ OM INVERKAN PÅ KONKURRENSEN OCH PÅ HANDELN MELLAN MEDLEMSSTATERNÄ

- (230) Dufercokoncernen är verksam på stålmarknaden. FSIH:s ingripanden gjorde det möjligt för Dufercokoncernen att behålla en starkare konkurrensposition än den skulle ha haft om ingripandena inte hade ägt rum. Det fanns dessutom flera andra aktiva aktörer på stålmarknaden inom unionen och stålprodukterna var föremål för handel mellan flera medlemsstater. Den fördel som beviljades genom FSIH:s ingripanden i en öppen marknadsekonomi har påverkat denna handel. "Om ett statligt finansiellt stöd förstärker ett företags ställning i förhållande till andra konkurrerande företag i handeln inom gemenskapen [ska] denna handel anses påverkas av detta stöd" <sup>(15)</sup>.
- (231) Således kan åtgärderna i enlighet med rättspraxis från Europeiska unionens domstol <sup>(16)</sup> påverka konkurrensen och handeln mellan medlemsstater.

#### 7.1.4 KRITERIET OM EN EKONOMISK FÖRDEL

- (232) Ekonomiska och finansiella transaktioner som genomförts av ett offentligt organ ger inte mottagaren någon fördel och utgör därför inte stöd, om de genomförs i enlighet med normala marknadsförhållanden <sup>(17)</sup>. Med andra ord ska det bedömas huruvida, under liknande omständigheter, en privat investerare som bedriver sin verksamhet under normala marknadsförhållanden skulle ha utfört samma ingripande. Om detta inte är fallet har det stödmottagande företaget fått en ekonomisk fördel som det inte skulle ha fått under normala marknadsförhållanden, vilket gör att det har fått ett mer gynnsamt läge än sina konkurrenter <sup>(18)</sup>.
- (233) Kommissionen ska i tur och ordning pröva de sex åtgärder som beviljats till Dufercokoncernen mot bakgrund av detta kriterium.

##### 7.1.4.1 Åtgärd 1

###### i) Motiveringarna med avseende på FSIH:s avslutade innehav

- (234) Kommissionen uppskattar att analysen av motiven bakom FSIH:s avslutade innehav, även om den inte räcker för att bevisa att investeringen var oförsiktig, i vart fall på ett ändamålsenligt sätt belyser den granskade åtgärden.

<sup>(15)</sup> Tribunalens dom av den 4 april 2001, Regione Friuli Venezia Giulia mot kommissionen, T-288/97, ECLI:EU:T:2001:115, punkt 41.

<sup>(16)</sup> Domstolens dom av den 17 september 1980, Philip Morris Holland BV mot kommissionen, 730/79, ECLI:EU:C:1980:209, punkterna 11 och 12.

<sup>(17)</sup> Domstolens dom av den 11 juli 1996, SFEI m.fl. mot La Poste, C-39/94, ECLI:EU:C:1996:285, punkt 60.

<sup>(18)</sup> Domstolens dom av den 5 juni 2012, kommissionen mot EDF, C-124/10 P, ECLI:EU:C:2012:318, punkt 90.



- (235) Belgien motiverar FSIH:s avslutade innehav i Duferco US på följande sätt: i) Det intryck som FSIH hade av en kommande konjunkturedgång inom stålsektorn, ii) det avtal om leverans av valsämnen som ingicks med [...] som, samtidigt som resultatet stabiliserades, inte desto mindre medförde en risk för att den potentiella vinsten för Duferco US skulle begränsas, iii) den goda likviditeten inom Dufercokoncernen, vilket gav FSIH möjlighet att överlåta sina andelar i Duferco US, iv) de pågående förhandlingarna angående överlåtelsen av 50 % av SIF till NLMK, om att Duferco US skulle integreras i partnerskapet med denna tredje part.
- (236) Vad gäller detta första motiv noterar kommissionen att Belgien i sitt svar av den 8 april 2015 tillskrev detta mindre betydelse. Kommissionen hade nämligen begärt att Belgien skulle lämna in de studier som utförts innan åtgärden vidtogs beträffande utsikterna på stålmarknaden för de fem kommande åren. Belgien lämnade in en översikt över läget i den amerikanska ekonomin som hämtats från *The National Economic Review* om de två första kvartalen 2006 och en granskning av stålsektorn av den 10 april 2006 som genomförts av Crédit suisse. De två första studierna utgör en generell överblick över den amerikanska tillväxten under de två första kvartalen. I dessa dras slutsatsen att BNP-tillväxten kommer att avta på grund av en tillbakagång inom bostadssektorn, men det förutspås inte någon konjunkturedgång på kort sikt. Den andra studien, som är direkt inriktad på stålmarknaden, är fortsatt försiktig när det gäller utvecklingen av denna marknad i Förenta staterna:
- ”1. Stållagrena i Förenta staterna är fortsatt låga, vilket fortsätter att främja efterfrågan. [...] Mot denna bakgrund har vi fortfarande (minst) flera månader framför oss innan det föreligger en risk för ett utbudsöverskott på den amerikanska marknaden. [...]
4. Det är import (eller produktion) som skapar lagren och vi anser att detta samband är avgörande av följande skäl: Även om den amerikanska marknaden förblir stark anser vi att riskerna för att utbudet pressas (genom ökad import och produktion) skulle kunna leda till lageruppbyggnad under 2006 och således till en svacka på den amerikanska marknaden i slutet av 2006, när utbudet överstiger efterfrågan.”
- (237) Vid granskningen av dessa studier noterar kommissionen att Belgien med rätta har relativiserat den betydelse som uppfattningen om stålmarknaden har spelat vid FSIH:s beslut att sälja sitt innehav. De tillgängliga ekonomiska utsikterna när FSIH avyttrade sina andelar tycks faktiskt inte vara tillräckliga för att motivera en avyttring som en verklig möjlighet.
- (238) När det gäller det andra motivet konstaterar kommissionen att upprättandet av leveransavtalen ledde till en väsentlig förbättring av Farrells resultat under räkenskapsåret 2006. Nettoförsäljningen fördubblades nästan, rörelseresultatet gick från en förlust på [...] miljoner US-dollar till ett positivt resultat på [...] miljoner US-dollar och nettoresultatet gick från en förlust på [...] miljoner US-dollar till ett positivt resultat på [...] miljoner US-dollar. Eftersom räkenskapsåret 2006 avslutades den 30 september måste FSIH ha känt till förbättringen i juni 2006.
- (239) FSIH utgör inte en spekulativ fond och kommissionen är inte övertygad om att en ökning och en stabilisering av inkomsterna på en betryggande och förutsebar nivå är giltiga motiv för det avslutade innehavet.
- (240) Kommissionen ifrågasätter inte det tredje motivet, men anser att det kan anses relativiseras av den verkliga anledningen bakom FSIH:s avslutade innehav, nämligen tillnärmningen mellan Duferco och NLMK.
- (241) Det verkar som om det var Duferco som tog initiativet till avyttringen av andelarna. Såsom [...] har uppgett i sina synpunkter till kommissionen <sup>(19)</sup> utgjorde FSIH:s överlåtelse av bolagets andelar i Duferco US en förutsättning för NLMK:s förvärv av andelar i SIF.
- ”NLMK hade som villkor för genomförandet av hela transaktionen särskilt krävt att SIF ska kontrollera samtliga aktier i Duferco US, vilket således innebar ett återköp av de aktier som innehades av FSIH.”
- Mot denna bakgrund hade FSIH utan tvivel en stark position vid förhandlingen om överlåtelsen av sina andelar till Duferco. I detta sammanhang talar det faktum att FSIH inte har försökt att återfå mer än sitt ursprungliga tillskott på 95 miljoner euro för att bolaget inte agerade som en försiktig investerare.
- (242) För att motbevisa detta antagande har Belgien i sina synpunkter uppgett att FSIH:s investering ska analyseras i den funktionella valutan i Duferco US (dollar), och inte i FSIH:s valuta (euro). I dollar har det pris som FSIH erhöll vid försäljningen ([...] miljoner US-dollar) gett bolaget en ordentlig avkastning på 6,81 % per år. Kommissionen delar inte denna åsikt av två anledningar. Kommissionen uppskattar att den enda valuta som är

<sup>(19)</sup> Synpunkter från [...] av den 23 juni 2014, punkt 24.

meningsful för FSIH i egenskap av förvaltare av en fond i euro är euron. Dessutom har FSIH, mer fundamentalt, uppgett att denna diskussion inte på något som helst sätt påverkade den enda väsentliga frågan, nämligen huruvida priset på [...] miljoner US-dollar (vilket motsvarar [...] miljoner euro) överensstämmer med det marknadspris som en privat investerare hade kunnat erhålla under liknande omständigheter. Trots detta nödvändiga klargörande ska kommissionen besvara denna fråga.

ii) **Huruvida FSIH agerade som en privat investerare**

- (243) Kommissionen konstaterar inledningsvis att FSIH inte genomförde något öppet, transparent och villkorslöst anbudsförfarande när bolaget förhandlade om överlåtelsen av sina andelar i Duferco US, eftersom det enligt FSIH knappast var möjligt att vända sig till en tredje part för överlåtelsen av ett minoritetsinnehav i ett privat (onoterat) bolag<sup>(20)</sup>. En granskning av motiven bakom FSIH:s avslutade innehav talar tydligt emot detta argument: Om FSIH inte strävade efter att utsätta Duferco för konkurrens var detta för att tillmötesgå sistnämnda bolag, som hade ett trängande behov av FSIH:s andelar för att kunna ingå avtalet med NLMK.
- (244) Kommissionen kräver dock inte systematiskt att man genomför ett anbudsförfarande<sup>(21)</sup> för att en försäljning ska anses ha skett till marknadspris. I sådana situationer rekommenderas i stället ett yttrande från oberoende experter för att fastställa marknadspriset.
- (245) FSIH har emellertid inte utnyttjat någon sådan expertis. Belgien anser i detta avseende att upprättandet av en värderingsrapport hade varit lika meningslöst som ett anbudsförfarande med hänsyn till FSIH:s aktiva och effektiva deltagande i Farrell sedan bolagets förvärvat en kaptialandel år 2003 och dess djupgående kännedom om stålsektorn<sup>(22)</sup>.
- (246) Kommissionen konstaterar således att de två metoder som vanligtvis används för att fastställa marknadspriset, nämligen ett anbudsförfarande eller ett expertutlåtande, inte har tillämpats av regionen Vallonien.
- (247) När en medlemsstat ska visa att en ekonomisk transaktion överensstämmer med kriteriet om en privat investerare i en marknadsekonomi krävs det att den tillhandahåller uppgifter som styrker att beslutet att genomföra transaktionen vid den aktuella tidpunkten fattades på grundval av ekonomiska bedömningar som kan jämföras med de som en rationell privat aktör hade gjort under liknande omständigheter för att bedöma de ekonomiska fördelarna.
- (248) I detta avseende framgår följande av EDF-domen<sup>(23)</sup>:
- ”83. Dessa omständigheter ska klart och tydligt ge vid handen att den berörda medlemsstaten – innan eller samtidigt som den ekonomiska fördelen beviljades [...] – fattat beslutet om att investera i det kontrollerade offentliga företaget genom den faktiskt vidtagna åtgärden.
- 84 I detta avseende kan det bland annat erfordras att omständigheter läggs fram som visar att beslutet fattats med stöd av ekonomiska kalkyler som kan jämföras med sådana kalkyler som en rationell privat investerare – som befinner sig i en situation som ligger så nära den situation som medlemsstaten befinner sig i som möjligt – skulle ha låtit upprätta före ett investeringsbeslut för att utröna om en sådan investering kommer att löna sig.
- 85 Varken ekonomiska kalkyler som upprättats efter det att förmånen beviljats, retrospektiva rapporter som visar att den berörda medlemsstatens investering faktiskt blivit lönsam eller omständigheter som i efterhand visar att det var motiverat att fatta det beslut som faktiskt fattades kan däremot vara tillfyllest för att visa att medlemsstaten – innan eller samtidigt som den ekonomiska fördelen beviljades – fattat beslutet i egenskap av aktieägare [...]”
- (249) Kommissionen noterar dock att de värderingsmetoder som Belgien och [...] har tillhandahållit utgörs av studier som upprättats efter det att den granskade åtgärden vidtogs. De har enbart upprättats för att besvara de tvivel som kommissionen gett uttryck för i sitt beslut att inleda förfarandet, dvs. långt efter dessa omständigheter.
- (250) I detta avseende utläser kommissionen av synpunkterna från [...] (24) att när sistnämnda bolag bad KPMG att göra en efterhandsvärdering av Duferco US, fick KPMG frångå den metod som grundades på tillgångarna, eftersom den affärsplan som Duferco US skulle ha upprättat vid denna tidpunkt saknades.

<sup>(20)</sup> Fotnot 2 i Belgiens synpunkter på beslutet att inleda förfarandet av den 11 december 2013.

<sup>(21)</sup> Tribunalens dom av den 28 februari 2012, Land Burgenland mot kommissionen, T-268/08 och T-281/08, ECLI:EU:T:2012:90, punkt 72.

<sup>(22)</sup> Synpunkter från Belgien av den 11 december 2013, punkt 32.

<sup>(23)</sup> Domstolens dom av den 5 juni 2012, kommissionen mot EDF, C-124/10 P, ECLI:EU:C:2012:318, punkterna 83–85.

<sup>(24)</sup> Synpunkter från [...], punkt 42, s. 12.

- (251) Kommissionen har vid tre tillfällen begärt tillgång till tidigare dokument som styrker utförandet av förberedande arbeten inför FSIH:s beslut <sup>(25)</sup>. Belgien har svarat att sedan 2003, när FSIH förvärvade andelar i Duferco US, har tre ledamöter som representerade FSIH närvarat vid Duferco US och Farrells styrelsemöten samt deltagit i bolagens förvaltning. Ett flertal rapporter ska ha utväxlats mellan Duferco US aktieägare <sup>(26)</sup>. Belgien har således skickat in två exempel på rapporter från augusti 2004 och mars 2005. Dessa rapporter utgör sammanfattningar på några sidor av två besök som representanter från FSIH gjort vid Farrell. Kommissionen anser att de inte i något hänseende gör det möjligt att fastställa värderingen av FSIH:s innehav i Duferco US. Belgien anser att dessa experter inom stålområdet själva kunde värdera företagets situation <sup>(27)</sup>. Kommissionen konstaterar emellertid att Belgien inte har ingett några anteckningar, någon korrespondens eller andra dokument som rör det påstådda utbytet mellan dessa experter inom stålområdet och Dufercokoncernen för att fastställa priset på FSIH:s innehav i Duferco US.
- (252) Mot bakgrund av dessa fakta, motiven bakom FSIH:s avslutade innehav och rättspraxis i EDF-omen drar kommissionen slutsatsen att FSIH inte agerade som en privat investerare i en marknadsekonomi vid överlåtelsen av bolagets andelar i Duferco US.

### iii) Kvantifiering av stödet

- (253) Kommissionen har visat att FSIH, genom att inte agera som en privat investerare, har beviljat DII en ekonomisk fördel som sistnämnda bolag inte skulle ha erhållit på normala marknadsvillkor.
- (254) Eftersom Belgien inte har visat att det utförts någon värdering i förväg av Duferco US rörande det försäljningspris som faktiskt betalades har kommissionen utfört en egen värdering av 49,99 % av aktierna i Duferco US (FSIH:s innehav).
- (255) Det ska inledningsvis påpekas att kommissionen inte helt kommer att utesluta den värderingsmetod som grundas på eget kapital och som används i beslutet att inleda förfarandet. I syfte att beakta Belgiens kommentarer vad gäller de begränsningar som denna metod medför kommer kommissionen endast att använda den som verifiering.

Tabell 1

#### Duferco US eget kapital och nettoresultat (i tusental US-dollar)

	2003/09	2004/09	2005/09	2006/09
Eget kapital	51 912	129 686	115 795	140 577
Nettoresultat	- 6 596	77 716	- 13 891	24 782

Tabell 2

#### Farrells eget kapital och nettoresultat (i tusental US-dollar)

	2003/09	2004/09	2005/09	2006/09
Eget kapital	78 721	157 370	134 150	139 402
Nettoresultat	- 7 034	78 591	- 13 279	25 458

- (256) Det framgår tydligt av dessa uppgifter att en värderingsmetod som bygger på värdet av det egna kapitalet utan tvekan leder till ett högre värde år 2006 än år 2003.
- (257) Kommissionen har dock uppskattat värdet på FSIH:s innehav i Duferco US enligt den metod som Belgien föreslagit, nämligen genom en multipel av EBITDA. För denna metod krävs en uppskattning av i) EBITDA för år 2006 (överlåtelseåret) och ii) en multipel att tillämpa på EBITDA, som baseras på jämförbara bolag.

<sup>(25)</sup> Begäran om information av den 29 november 2011, den 29 juni 2012 och den 27 januari 2015.

<sup>(26)</sup> Belgiens svar av den 4 juni 2013.

<sup>(27)</sup> Belgiens svar av den 28 september 2012.

- (258) Belgien rekommenderar en EBITDA för år 2006 på mellan 25 och 42 miljoner euro som utgångspunkt. Enligt den sammanställda redovisningen för Duferco US den 30 september 2006 <sup>(28)</sup> uppgick denna EBITDA i praktiken till 52,25 miljoner US-dollar (rörelseresultat: 45,97 + nedskrivningar och avskrivningar: 6,28). Huvuddelen av detta goda resultat måste redan ha varit känt den 14 juni 2006, eftersom det endast var två och en halv månader till budgetsårets slut. Kommissionen anser således att det intervall som Belgien rekommenderar är alltför lågt. Kommissionen noterar bland annat att den senare studien från KPMG tillämpar en beräknad EBITDA för budgetåret 2006 på 42 miljoner US-dollar. Vid en jämförelse av dessa olika uppgifter fastställer kommissionen att det realistiskt sett kunde förväntas ett värde för EBITDA på 47,12 miljoner US-dollar <sup>(29)</sup> under 2006.
- (259) Kommissionens uppskattning underbyggs av följande uppgifter: Den 12 juni 2006 förutspådde FSIH i ett meddelande <sup>(30)</sup> till styrelsemötet den 14 juni ett stabiliserat resultat på 20 till 25 miljoner US-dollar för år 2006 och kommande år. Detta bekräftar först och främst att FSIH hade en viss insyn i bolagets finansiella situation. Dessutom ger det en bra indikation på den EBITDA-nivå som kunde förväntas på förhand. KPMG:s rekonstruktion av redovisningen och den finansiella situationen under 2014 slog i praktiken fast att ett nettoresultat på 20,3 miljoner euro gick hand i hand med en EBITDA på 42,3 miljoner euro. Om en fördelningsnyckel gällande EBITDA/nettoresultat på 2,09 fastställs och ett beräknat nettoresultat på 22,5 miljoner euro (aritmetiskt medelvärde från det intervall som FSIH förutspådde i sitt meddelande till styrelsen) tillämpas, erhåller man en beräknad EBITDA för 2006 på 47 miljoner euro – ett belopp som ligger mycket nära de 47,12 miljoner euro som kommissionen uppskattat i föregående skäl.
- (260) Vad gäller vilken multipel som ska tillämpas fastställer kommissionen denna enligt den metod som rekommenderats av Hatch Beddows vid den värdering av Duferco US som gjordes år 2003, dvs. en multipel på [...]. Denna studie utgör faktiskt den enda analys som var tillgänglig innan överlåtelsen.
- (261) Detta innebär att värdet på FSIH:s innehav i Duferco US fastställs till [...] miljoner US-dollar <sup>(31)</sup>. Stödbeloppet motsvarar skillnaden mellan denna bedömning och överlåtelsepriset på [...] miljoner US-dollar som fastställdes 2006, dvs. 15,24 miljoner US-dollar.
- (262) Detta belopp ska ökas med värdet på köptionen, dvs. [...] miljoner US-dollar, såsom detta uppskattats i efterhand av KPMG. Det totala stödbelopp som DII erhållit ökar således till 15,34 miljoner US-dollar, dvs. i princip 11,58 miljoner euro <sup>(32)</sup>.
- (263) Kommissionen konstaterar att det stödbelopp som uppskattats på detta sätt bekräftar att försäljningspriset för FSIH:s innehav i Duferco US inte överensstämmer med vad en privat investerare som bedriver sin verksamhet under normala marknadsförhållanden kunde förvänta sig.

#### 7.1.4.2 Åtgärd 2

##### i) Motiveringarna med avseende på FSIH:s avslutade innehav

- (264) Belgien har i sina synpunkter angett följande omständigheter för att motivera FSIH:s avyttring av sina andelar i DPH: sektorns cykikalitet, ankomsten av nya privata investerare och deras inflytande i Dufercokoncernen ([...] och NLMK), tillgängligheten till likvida medel inom Dufercokoncernen.
- (265) Även om det inte finns några tvivel om den sista omständigheten förnekar kommissionen däremot att de två första omständigheterna spelade någon avgörande roll. Ingen av dessa båda omständigheter tas upp i protokollet från FSIH:s styrelsemöte den 14 juni 2006 <sup>(33)</sup>, där överlåtelsen av andelarna i DPH diskuterades. Däremot anges ett annat, mer angeläget motiv i protokollet, nämligen att FSIH hade ett brådskande behov av likviditet:

”I slutet av 2005 hade FSIH ett stort behov av kontanter för att finansiera brådskande projekt.

Under samma period hade Dufercokoncernen möjlighet att sälja sin industriella anläggning i Ryssland.

FSIH drog nytta av detta tillfälle för att erbjuda [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH] att köpa tillbaka sina andelar i DPH.”

<sup>(28)</sup> Bilaga 1 till Belgiens svar av den 28 september 2012, s. 24 och 6.

<sup>(29)</sup> Detta värde motsvarar det aritmetiska medelvärdet från KPMG:s uppskattning i efterhand av EBITDA för år 2006, och den EBITDA som verkligen uppkom år 2006.

<sup>(30)</sup> Bilagan till Belgiens svar av den 25 september 2015, s. 2.

<sup>(31)</sup> [...] × 49,9 % av FSIH:s innehav.

<sup>(32)</sup> Växelkursen mellan US-dollar och euron den 12 december 2006, dvs. 0,7550.

<sup>(33)</sup> Bilaga 4 till Belgiens svar av den 8 april 2015, s. 6 ”Planerade transaktioner”.

- (266) Det bör påminnas om att FSIH erhöll 180 miljoner euro från SOGEPA när bolaget grundades. I slutet av 2005 hade detta belopp nästan förbrukats i sin helhet genom att 95 miljoner euro hade investerats i Duferco US och 80 miljoner euro i DPH. År 2006 ville FSIH stödja andra projekt som utan tvivel ansågs ha högre prioritet ur de vallonska myndigheternas synvinkel. Bland dessa projekt ingick renoveringen av Carsids masugn och kokswerk, vilket var ett strategiskt projekt för stålningens framtid inom Charleroiområdet och som otvivelaktigt omfattas av SOGEPA:s verksamhet <sup>(34)</sup>.
- (267) Med hänsyn till dessa motiv förefaller FSIH främst att ha fattat beslutet att överlåta sitt innehav i DPH av politiska och sociala skäl, eftersom förstnämnda bolag behövde återfå likvida medel för att kunna fortsätta att stödja stålningens i Vallonien. Genom att agera på detta sätt avstod FSIH från en maximal värdering av sitt innehav. Tvärtom intog det vallonska bolaget en svag ställning vid förhandlingen med Duferco om dess utträde ur DPH.

## ii) Huruvida FSIH agerade som en privat investerare

- (268) I detta sammanhang hade [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH] möjlighet att lämna ett aggressivt anbud om återköp. Mot denna bakgrund beställde FSIH en oberoende studie för att värdera anbudet från [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH], vilket framgår av protokollet från FSIH:s styrelsemöte den 14 juni 2006 <sup>(35)</sup>:

”För att validera det föreslagna priset för transaktionen beställde FSIH en värdering av koncernen från bolaget Ernst & Young.”

- (269) När ett offentligt organ säljer en vara till en privatperson krävs det att man fastställer huruvida överlåtelsepriset är likvärdigt med marknadspriset och huruvida det överensstämmer med vad som hade kunnat erhållas från förvärvaren under marknadsmässiga förhållanden. I detta avseende kan det offentliga organet antingen tillämpa ett öppet, transparent och ovillkorligt anbudsförfarande, eller i annat fall ett oberoende expertutlåtande.
- (270) Kommissionen förnekar inte att FSIH agerade som en privat investerare när bolaget beställde den oberoende studien från Ernst & Young. Dock konstaterar kommissionen att Belgien trots en begäran i detta hänseende <sup>(36)</sup> inte har lämnat någon bevisning som styrker att slutsatserna i denna studie verkligen beaktades vid förhandlingarna mellan parterna. Det tycks tvärtom som om FSIH, som var pressat att överlåta sitt innehav, överlät initiativet att föreslå ett pris till [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH], vilket godtogs utan att det tidigare expertutlåtandet användes vid förhandlingarna. Således anser kommissionen att 2006 års Ernst & Young-rapport inte har använts på ett sådant sätt som en privat investerare i en marknadsekonomi skulle ha gjort, och i princip endast har utnyttjats för att få en förhandling som i princip redan var avgjord att se ut som en marknadsmässig transaktion.
- (271) Mot denna bakgrund verkar det som om de ”värderingsavdrag” som Belgien framhåller inte har diskuterats – eller åtminstone inte har diskuterats tillräckligt – med [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH] i samband med förhandlingarna. De tycks tvärtom utgöra en efterhandskonstruktion, dessa motiveringar som delvis framförts internt av FSIH för att övertyga sig självt om att det pris som föreslagits av [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH] var välgrundat.
- (272) Kommissionen påpekar dessutom att även om resultaten i 2006 års Ernst & Young-rapport kan kritiseras, ansåg regionen Vallonien, enligt Belgien, inte att det var nödvändigt att inhämta ett ytterligare expertutlåtande såsom den gjorde år 2003 när det köpte andelar i Duferco US. Sådana tekniska och viktiga diskussioner som Belgien har gjort gällande med avseende på de värderingsavdrag som påstås ha förhandlats fram mellan FSIH och [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH] hade under alla förhållanden motiverat att man inhämtade ett annat expertutlåtande.
- (273) Mot denna bakgrund anser kommissionen att det inte krävs någon behandling av ”värderingsavdragen” punkt för punkt, eftersom FSIH i vart fall inte har agerat som en privat investerare i en marknadsekonomi. Kommissionen drar slutsatsen att genom försäljningen av sitt innehav för [...] miljoner US-dollar har FSIH gett [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH] en ekonomisk fördel som detta inte skulle ha erhållit under normala marknadsförhållanden.

<sup>(34)</sup> Belgiens svar av den 15 september 2015, s. 2.

<sup>(35)</sup> Bilaga 4 till Belgiens svar av den 8 april 2015, s. 7 ”Motivering av priset”.

<sup>(36)</sup> Begäran om information av den 15 september 2015.

**iii) Kvantifiering av stödet**

- (274) Den enda oberoende experten vid denna tidpunkt fastställde ett marknadspris på mellan [...] och [...] miljoner US-dollar, vilket innebär att det stöd till [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH] som denna åtgärd innefattade utgjorde skillnaden mellan det lägsta värdet i detta intervall och det faktiska priset på transaktionen, dvs. 25,58 miljoner US-dollar (eller 20,36 miljoner euro <sup>(37)</sup>).

**7.1.4.3 Åtgärd 3****i) Huruvida transaktionen genomfördes på lika villkor**

- (275) En transaktion anses förenlig med principen om en privat investerare i en marknadsekonomi om det kan bevisas att nämnda transaktion har genomförts på lika villkor mellan de offentliga och de privata investerarna.
- (276) Belgien hävdar att FSIH:s investering i DSIH genomfördes på lika villkor som Dufenco Développements investering, eftersom i) det förelåg samma risker för FSIH och Dufenco Développement (DSIH tillhörde varken Dufercokoncernen eller FSIH innan de förvärvade det gemensamma innehavet), att ii) de tillförda beloppen var identiska och att iii) ingripandena skedde samtidigt.
- (277) [...] bekräftar de argument som Belgien har framfört.
- (278) Kommissionen bestrider inte att transaktionerna genomfördes vid samma tidpunkt. Däremot tillbakavisar den Belgiens två första argument och anser följaktligen att FSIH:s förvärv av andelarna inte skedde på lika villkor som Dufenco Développements förvärv.
- (279) Även om DSIH formellt sett bildades utanför Dufercokoncernen, fastställer kommissionen att DSIH i praktiken endast har tjänat som ett instrument för Dufenco för att tillsammans med DSIH förvärva ett bolag, Carsid Développement, där Dufenco redan innehade samtliga andelar genom SIF. Det kan här påminnas om att Dufenco var ensam ägare till SIF fram till den 18 december 2012, den dag då NLMK förvärvade 50 % av det luxemburgska holdingbolaget.
- (280) Således betalade Dufercokoncernen [...] miljoner euro för att förvärva Carsid Développement genom DSIH och erhöll [...] miljoner euro för försäljningen av Carsid Développement genom sitt dotterbolag SIF. Denna transaktion, som i praktiken endast utgjorde en enkel överföring av dotterbolag, var förmånlig för Dufercokoncernen, eftersom den medförde en utbetalning på [...] miljoner euro från FSIH.
- (281) Kommissionen drar slutsatsen att i stället för ett jämlikt förvärv av andelar har FSIH betalat [...] miljoner euro i kontanter till ett dotterbolag i Dufercokoncernen, medan nämnda koncern erhöll [...] miljoner euro netto utan att åta sig några nya risker. Mot denna bakgrund kan denna investering inte anses ha genomförts på lika villkor.

**ii) Huruvida FSIH agerade som en privat investerare**

- (282) Vad gäller frågan om huruvida transaktionen genomfördes på lika villkor har kommissionen angett de skäl som entydigt leder till slutsatsen att transaktionen inte var förenlig med principen om en privat investerare i en marknadsekonomi. Dessa skäl hänger samman med det sätt på vilket FSIH har värderat sitt förvärv av andelar i DSIH, särskilt vad gäller i) Carsid Développements tillgångar och skulder och ii) värderingen av projektet [...].
- (283) Carsid Développement bildades år 2006 genom en partiell fission från dess moderbolag Carsid, från vilket vissa naturatillgångar överfördes till det nygrundade bolaget. KPMG värderade denna överföring den 14 november 2006 <sup>(38)</sup>. I KPMG:s rapport (nedan kallad 2006 års KPMG-rapport) redovisas en överföring av tillgångar till ett värde av [...] miljoner euro som till mer än 99 % utgjordes av handelsfordringar gentemot Dufenco La Louvière Sales och en överföring av skulder som uppgick till ett liknande belopp på ([...] miljoner euro), vilket motsvarade en avsättning för miljörisker som var avsedd att täcka kostnaderna för den ännu inte utförda saneringen av Carsids anläggning.
- (284) FSIH har beaktat dessa [...] miljoner euro i handelsfordringar vid sin värdering av Carsid Développement (och således av DSIH) <sup>(39)</sup>. Däremot har Belgien trots en begäran från kommissionen i detta hänseende <sup>(40)</sup> inte tillhandahållit någon övertygande bevisning om att skulderna från Carsid Développement har beaktats vid FSIH:s värdering av DSIH. Belgien påstår i själva verket att dessa skulder i praktiken inte motsvarar någon rättslig

<sup>(37)</sup> Växelkursen mellan US-dollar och euron den 14 juni 2006, dvs. 0,7959.

<sup>(38)</sup> Bilaga 20 till Belgiens svar av den 5 januari 2012.

<sup>(39)</sup> Se till exempel Belgiens svar av den 11 december 2013, punkt 86.

<sup>(40)</sup> Begäran om information av den 15 september 2015.

skyldighet, eftersom lagstiftningen gällande förorenad mark började gälla först 2008. En sanering skulle endast ha vidtagits i syfte att nyttja marken senare. I ett sådant fall skulle saneringskostnaderna ha kompenseras genom den sanerade markens värde, vilket parterna påstår ha fastställt till [...] miljoner euro. Det fanns således ingen anledning att utnyttja denna miljöbestämmelse som emellertid togs upp i redovisningen. Kommissionen konstaterar att Belgien inte har lämnat några bevis för en sådan diskussion eller något expertutlåtande som styrker värdet på den sanerade marken. Alltså drar kommissionen slutsatsen att denna skuld inte har beaktats på ett tillfredsställande sätt vid FSIH:s värdering av Carsid Développement.

- (285) Vad gäller projektet [...] påstår regionen att FSIH grundade sin analys på objektiva kostnadsfaktorer, som faststälts i en oberoende studie som Duferco beställde år 2006 av ett företag som är specialiserat på sanering av industriområden och deponier (SPAQuE) och på bedömningar av marknadsvärdet på förorenad mark.
- (286) Kommissionen erkänner att dessa kostnadsfaktorer som fastställts av en oberoende expert vid den aktuella tidpunkten är relevanta. Däremot konstaterar kommissionen att den förorenade markens marknadsvärde inte har varit föremål för någon oberoende förhandsstudie. Belgien motiverar de inlämnade sifferuppgifterna på [...] miljoner euro med en studie från experten Galtier som genomfördes år 2010, dvs. fyra år efter den granskade åtgärden.
- (287) Kommissionen fastställer att det i den oberoende studien från SPAQuE år 2006 emellertid föreslås att en uppskattning av inkomsterna ska knytas till försäljningen av den förorenade marken <sup>(41)</sup>. Inte i något av de scenarier som SPAQuE förutsåg överstiger inkomsterna [...] miljoner euro. På grundval av uppgifterna från denna period tycks det alltså omöjligt att motivera det värde på [...] miljoner euro som FSIH har betalat.
- (288) Slutligen, även om den prognos på [...] miljoner euro som Belgien förespråkar skulle godtas, fastställer kommissionen att det inte är vanligt för en privat investerare i en marknadsekonomi att värdera ett projekt genom den odiskonterade summan av sina kostnader och förväntade vinster. En privat investerare i en marknadsekonomi värderar i praktiken inte vinster som inte uppkommer förrän långt fram i tiden på samma sätt som utgifter som väntas uppkomma inom kort.
- (289) Kommissionen noterar att sådana felaktigheter vid bedömningen inte hade uppkommit om det hade gjorts en fullständig och enhetlig kontroll av värderingen av Carsid Développement vid den aktuella tidpunkten. Kommissionen konstaterar således att FSIH inte utförde någon ekonomisk värdering på förhand av det slag som krävs av en privat investerare i en marknadsekonomi.
- (290) Mot denna bakgrund och den rättspraxis i EDF-målet som redan nämnts i skäl 248 drar kommissionen slutsatsen att FSIH inte agerade som en privat investerare i en marknadsekonomi och således har gett DSIH en ekonomisk fördel på villkor som inte är marknadsmässiga.

### iii) Kvantifiering av stödet

- (291) DSIH:s överlåtelse av sin verksamhet resulterade enbart i en fordran som inte har lösts in och som i dag innehas av Duferco Wallonie, och därför anser kommissionen att det stödbelopp som DSIH har beviljats motsvarar det totala beloppet för förvärvet av FSIH:s andelar, dvs. [...] miljoner euro.

#### 7.1.4.4 Åtgärderna 4 och 5

##### i) Olämpligheten hos en jämförande metod

- (292) Kommissionen anser att det innan det kan uppskattas huruvida ett lån innehåller ett inslag av stöd ska fastställas huruvida det stödmottagande företaget hade kunnat erhålla de aktuella beloppen på liknande villkor på kapitalmarknaderna <sup>(42)</sup>. För att kunna avgöra detta krävs det att kommissionen tillämpar en jämförande metod och bedömer lånen mot bakgrund av marknadstransaktioner som den anser är likvärdiga. Mot denna bakgrund har kommissionen bitt Belgien att ange huruvida [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] och SIF år 2009 hade erhållit jämförbara lån från andra finansinstitut än FSIH, och i så fall på vilka villkor.
- (293) Belgien har lämnat in tabeller till kommissionen som visar ett visst antal lån som beviljats till [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] och SIF.

<sup>(41)</sup> Bilaga 6 till Belgiens svar av den 4 juni 2013, sammanfattande tabell över kostnader och intäkter.

<sup>(42)</sup> Tribunalens dom av den 30 april 1998, Cityflyer Express mot kommissionen, T-16/96, ECLI:EU:T:1998:78, punkt 51.

- (294) Vad gäller [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] har Belgien uppgett att det i egenskap av icke-operativt holdingbolag inte hade något behov av banklån, vilket innebär att det är omöjligt att jämföra de två räntorna med den ränta som faktiskt tillämpades av bankerna gentemot detta särskilda bolag. För [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] rörde det jämförande material som Belgien tillhandahållit således bolagets samtliga dotterbolag.
- (295) För [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] liksom för SIF har kommissionen redan konstaterat i sitt inledningsbeslut <sup>(43)</sup> att tabellerna innehöll lån som inte var jämförbara med de lån som det rör sig om i det här fallet. De hade nämligen olika löptid (generellt sett mycket kortare än de två aktuella lånen), olika belopp (mycket lägre än de två lånen), olika natur (tabellerna innehöll till exempel revolverande lån som löpte på ett år och med checkkredit) och slutligen med olika slags säkerhet (hypotek på fast egendom eller andra materiella tillgångar).
- (296) Belgien har kritiserat kommissionen för att inte i tillräcklig utsträckning ha motiverat sin vägran att använda de lån som lagts fram i jämförelsesyfte. De analyskriterier som kommissionen har tillämpat kan enligt Belgien <sup>(44)</sup> i själva verket inte godkännas, eftersom räntesatsen varken beror på i) lånets löptid ii), dess natur iii) eller dess belopp.
- (297) I strid med Belgiens påståenden konstaterar kommissionen att det är allmänt erkänt inom finansiella kretsar att lånets löptid obestriddligen har ett inflytande på fastställandet av ersättningen. Således har Europeiska centralbanken i ett diagram <sup>(45)</sup> visat förhållandet mellan avkastningen för ett lån och dess löptid. Det framgår mycket tydligt av kurvan att avkastningen ökar i förhållande till lånets löptid, särskilt under de tio första åren. Detta följer även av rättspraxis från Europeiska unionens tribunal. I målet Arbel Fauvet <sup>(46)</sup> bekräftade tribunalen kommissionens analys, enligt vilken villkoren för ersättningen för en kortfristig kredit och för en långfristig kredit inte kan vara lika:
- ”Ökningen av checkkrediten på det löpande kontot som en privatbank beviljade utgör en kortfristig kredit, till skillnad från de omtvistade krediterna som löper på tre år, och är således inte föremål för samma riskbedömning från borgenärernas sida. Det är inte möjligt att mot bakgrund av det faktum att en låntagare kan erhålla en kortfristig kredit bedöma denna låntagares utsikter att erhålla ett mer långfristigt lån, vars återbetalning beror på låntagarens förmåga att hålla verksamheten vid liv.”
- (298) Kommissionen anser att lånets natur även påverkar ersättningen. Den risk hör samman med finansieringsprojekt med ett behov av rörelsekapital kan inte ersättas på samma sätt som den från ett projekt som avser kapitalinvesteringar. Risknivån varierar beroende på vilken typ av projekt som ska finansieras, och följaktligen är det nödvändigt att anpassa ersättningen.
- (299) Mot denna bakgrund godtar kommissionen inte Belgiens invändning och bekräftar sin vägran att tillämpa en jämförande metod på grundval av de lån som Belgien har hänvisat till.
- (300) Till följd av kommissionens vägran att granska de lån till vilka Belgien har hänvisat önskar [...] och SIF göra kommissionens uppmärksam på andra lån.
- (301) [...] har således tagit fram en tabell som innehåller 19 lån i olika valutor med belopp som är högre än de som Belgien har angett. Kommissionen konstaterar att av dessa 19 lån har enbart ett beviljats år 2009. Det rör närmare bestämt om ett betalningsanstånd som kan utnyttjas under den löpande månaden (lånet från FSIH hade ingåtts för sex år). De flesta av de andra lånen hade beviljats mellan 2003 och 2008, dvs. innan den finansiella krisen bröt ut och under en period när stålmarknaden fortfarande växte. På grund av dessa väsentliga skillnader uppskattar kommissionen att de 19 lån som [...] har hänvisat till inte kan jämföras med lånet från FSIH.
- (302) Vad gäller SIF anser kommissionen att de två lån som rapporterats till kommissionen inte är relevanta. Det rör sig visserligen om två långfristiga lån. Dessa lån var emellertid förenade med två viktiga säkerheter: i) Säkerheter från DPH och NLMK, ii) för lånet från Rabobank: [...], iii) för lånet från Sumitomo: en garanti från [...]. Det lån som FSIH har beviljat säkerställs inte genom någon garanti. Dessutom var de lån som SIF hänvisade till [...], medan det lån som FSIH beviljade är [...]. Det följer av dessa uppgifter att risken var högre för det lån som FSIH beviljade än för de lån som SIF nämner. Således kan dessa lån inte användas vid en jämförelse.

<sup>(43)</sup> Skäl 167.

<sup>(44)</sup> Belgiens svar av den 11 december 2013, punkterna 255–279.

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

<sup>(46)</sup> Tribunalens dom av den 12 maj 2011, Région Nord-Pas-de-Calais mot kommissionen, T-267/08 och T-279/08, ECLI:EU:T:2011:209, punkt 161.



- (303) Mot denna bakgrund drar kommissionen slutsatsen att de exempel på lån som Belgien har ingett för [...] och för SIF inte är jämförbara med de två granskade lånen. En jämförande metod är således inte till någon större nytta i detta hänseende.

ii) **Analys av lånen på grundval av 2008 års meddelande om referensräntor**

- (304) Om det är svårt eller omöjligt att identifiera jämförbara transaktioner på marknaden har kommissionen tagit fram indikatorer som kan användas för att fastställa huruvida lånen innehåller inslag av stöd. För sådana lån föreskrivs en metod som gör det möjligt att beräkna en referensränta som ersätter marknadspriset i 2008 års meddelande om referensräntor. Denna metod bygger på två grundläggande parametrar: räntemarginalen och nivån på de säkerheter som ställs.
- (305) Kommissionen vill i första hand tillämpa denna metod på det lån som beviljades till [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen].
- (306) Belgien gör gällande att [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] kunde erhålla kreditbetyget AAA vid den tidpunkt som FSIH beviljade lånet. På grundval av en tabell som visar ett fyrtiotal lån i euro som Dufenco erhållit år 2009 <sup>(47)</sup> menar Belgien i praktiken att de marginaler som de kommersiella bankerna tillämpade på Dufenco speglade kreditbetyget AAA, åtföljt av högt ställda säkerheter enligt 2008 års meddelande om referensräntor. Om detta meddelande ger en rättvisande bild av marknaden kan det anses följa att Dufenco kunde erhålla kreditbetyget AAA.
- (307) Kommissionen har tillbakavisat detta argument. De lån som anges i den tabell som Belgien har upprättat uppvisar en generell marginal på mellan 70 och 150 baspunkter. Ett stort antal av dessa lån har förhandlats till 100 baspunkter. Eftersom Belgien verkar bekräfta att lånen till Dufenco åtföljdes av högt ställda säkerheter visar 2008 års meddelande om referensräntor att en marginal på 100 baspunkter motsvarar kreditbetyget BB för denna nivå av säkerheter. Således leder Belgiens resonemang på sin höjd till kreditbetyget BB för [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen].
- (308) Denna uppskattning av kreditbetyget för [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] bekräftas vid en jämförelse med kreditbetygen för de största globala stålkoncernerna år 2009. Först och främst hade inte någon global stålkoncern, oavsett kreditvärderingsinstitut, kreditbetyget AAA år 2009. Belgien bestrider inte detta konstaterande. Vad gäller det tiotal största globala stålkoncerner som hade ett kreditbetyg år 2009 <sup>(48)</sup> konstaterar kommissionen att endast två av dem hade kreditbetyget A och A-, tre återfanns i kategorin BBB och fyra tillhörde kategorin BB. Kommissionen drar slutsatsen att det är svårt för Dufercokoncernen att motivera ett kreditbetyg som motsvarar AAA år 2009 och att kreditbetyget BB som följer av det tillvägagångssätt som Belgien har föreslagit tycks överensstämma med många andra stålkoncerners kreditbetyg. Det är även det vanligaste kreditbetyg som fastställdes år 2009.
- (309) Vad gäller säkerheternas värde delar kommissionen inte Belgiens uppfattning om att säkerheterna för det lån som beviljades till [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] var mycket solida. Det ska påminnas om att dessa säkerheter utgjordes av en pant på 15 % av aktierna i DPH och en försäkran om en prioriterad återbetalning av lånet på förfallodagen för en framtida men nästan säker fordran på [...] miljoner US-dollar.
- (310) Kommissionen konstaterar först och främst vad gäller panten på 15 % av aktierna i DPH att DPH, som är registrerat i [...], är ett noterat bolag vars aktier således har låg likviditet. Värdet på en säkerhet ska uppskattas genom dess likviditetsgrad vid utebliven återbetalning från låntagaren, dvs. hur den kortfristigt kan säljas utan värdeförlust. Dessutom varierar värdet på DPH:s aktier, i likhet med alla stamaktier, vilket medför problem vid säkerställandet av ett långfristigt lån som ska återbetalas i sin helhet när det löper ut. Slutligen argumenterar Belgien att kommissionen framhöll DPH:s finansiella stabilitet i punkt 148 i inledningsbeslutet (ökning av eget kapital och nettoresultat). Kommissionen förtydligar att detta konstaterande gäller för perioden 2003–2006 och inte för år 2009. I Dufercos årsrapport för 2009 framhålls tvärtom en drastisk nedgång av försäljningen, med nästan hälften jämfört med 2008, och en konsoliderad förlust på omkring [...] miljoner US-dollar. Följaktligen anser kommissionen att denna säkerhet inte kunde kvalificeras som normal, utan tvärtom ska kvalificeras som låg.
- (311) Vad sedan gäller fordran på [...] miljoner US-dollar påminner kommissionen om att [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] enligt artikel 3 i låneavtalet ska betala tillbaka lånet den 31 december 2015 eller tidigare om kontrollen över SIF förändras i enlighet med det avtal som ingicks

<sup>(47)</sup> Bilaga 13 till Belgiens svar av den 4 juni 2013.

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

mellan DII och NLMK den 1 september 2008. I det sistnämnda fallet fastställs i artikel 6.1 i avtalet att [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] åtar sig att med prioritet, och före alla andra betalningar eller återbetalningar av skulder oavsett slag, betala tillbaka det belopp som krävs enligt låneavtalet. I artikel 6.2 föreskrivs även att [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] lovar att DII ska vänta med att utöva sin köpoption till den 18 december 2012 och/eller fram till det att de investeringar som anges i bilagan har genomförts.

- (312) Kommissionen uppger att värdet av en säkerhet ska uppskattas mot bakgrund av hur den kan omsättas. I detta fall kan Dufercos fordran inte anses ha varit säker när låneavtalet undertecknades, eftersom DII samtyckte till att inte utnyttja sin option före den 18 december 2012. Fram till detta datum hade säkerheten inte något som helst värde i händelse av bristande betalningsförmåga från [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen]:s sida. Kommissionen erkänner emellertid att Dufercos utträde ur SIF var mycket sannolikt mot bakgrund av omständigheterna vid denna tidpunkt. Sannolikheten för genomförandet och, de facto, dess kvalitet ökade med tiden, och dessutom hade Dufenco samtyckt till att i första hand använda den fordran som har blivit säker vid återbetalningen av det lån som beviljats av FSIH. Följaktligen finner kommissionen att Belgiens ståndpunkt kan godtas vad gäller klassificeringen av säkerhetsnivån som normal.
- (313) Kommissionen drar slutsatsen att kreditbetyget BB ska tillämpas på [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] och med avseende på de aktuella lånen ska nivån på säkerheterna i bästa fall klassificeras som normal. På grundval av 2008 års meddelande om referensräntor skulle marginalen ha varit 220 baspunkter, en betydligt högre nivå än de 75 baspunkter som FSIH beviljade. Således har SIF erhållit en ekonomisk fördel på villkor som inte är marknadsmässiga.
- (314) I andra hand tillämpar kommissionen 2008 års meddelande om referensräntor på det lån som beviljats till SIF.
- (315) Kommissionen konstaterar att i likhet med Dufenco hade det gemensamma företaget SIF inte något offentligt kreditbetyg. I avsaknad av ett kreditbetyg eller andra faktorer som gör det möjligt att uppskatta SIF:s kreditvärdighet har kommissionen inte något annat val än att, med försiktighet, utgå från moderbolagens kreditbetyg.
- (316) Kommissionen konstaterar att moderbolaget NLMK hade kreditbetyget BBB- enligt Standard and Poor's, Ba1 enligt Moody's och BB+ enligt Fitch ratings (dessa kreditbetyg har hämtats från NLMK:s årsrapport för 2009). Dessa kreditbetyg motsvarar enligt 2008 års meddelande om referensräntor kategorin tillfredsställande (BB). Det andra moderbolaget, Dufenco, hade även kreditbetyget BB enligt den uppskattning som kommissionen har gjort i skäl 313.
- (317) Eftersom dotterbolag till de två bolagen (NLMK och Dufenco) enligt kommissionens uppskattningar hade kreditbetyget BB och med beaktande av att den makroekonomiska situationen inom stålsektorn var särskilt svår år 2009, bedömer kommissionen att SIF:s kreditbetyg vid en försiktig och rimlig uppskattning kan kvalificeras som BB.
- (318) Kommissionen konstaterar sedan att lånet har beviljats utan säkerhet. SIF har invänt att bolaget hade kapacitet att tillhandahålla en egen garanti, och även NLMK och Dufenco: Att FSIH inte har begärt någon garanti berodde på att bolagets finansiella situation vid denna tidpunkt, dess tillhörighet till NLMK-/Dufercokoncernen och den garanti som NLMK erbjöd en förändring av kontrollen var av en sådan natur att FSIH hade tilltro till bolagets förmåga att betala tillbaka lånet<sup>(49)</sup>. SIF betonar att bolagets finansiella situation var solid år 2008. Det lån som FSIH beviljade löpte på [7–12] år med slutlig inlösen. På grund av dessa två kännetecken anser kommissionen att en privat långgivare skulle ha krävt tillräckliga och proportionella garantier som ersättning för sin risk under [7–12] år, och inte enbart hade nöjt sig med SIF:s finansiella resultat för räkenskapsåret 2008 för att avstå från samtliga säkerheter. Kommissionen drar slutsatsen att nivån på de säkerheter som ställts för lånet är låg.
- (319) Uppskattningen av SIF:s kreditvärdighet (BB) och nivån på de säkerheter (låg) som är knutna till lånet från FSIH leder till att kommissionen anser att en ersättning på 400 baspunkter skulle ha krävts på grundval av 2008 års meddelande om referensräntor. Denna ersättning är betydligt högre än de 75 baspunkter som SIF och FSIH kom överens om. Eftersom SIF har erhållit en ekonomisk fördel på villkor som inte är marknadsmässiga drar kommissionen slutsatsen att det föreligger ett stöd.

<sup>(49)</sup> Punkt 28 i synpunkterna från SIF.

- (320) Mot denna bakgrund uppskattar kommissionen att ingen privat långgivare skulle ha gått med på att bevilja 100 respektive 75 miljoner euro till [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] och SIF på de villkor som beviljades av FSIH. FSIH har således beviljat en fördel till två låntagare och har inte agerat som en privat långgivare, vilket gör att de har fått ett mer gynnsamt läge än sina konkurrenter.

### iii) Uppskattning av stödbeloppet

- (321) Stödbeloppet utgörs av skillnaden mellan den ränta som faktiskt tillämpats (1,99 %) och den ränta som följer av 2008 års meddelande om referensräntor, dvs. 3,502 % (12 månaders Euribor + 220 baspunkter) för [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] och 4,302 % (12 månaders Euribor + 400 baspunkter) för SIF, som tillämpades för den period som löper från den dag som lånen beviljades fram till den dag då de betalades tillbaka i förtid. Således undertecknades lånet till [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] den 4 september 2009, för ett belopp på 30 miljoner euro med en löptid på i princip sex år och en effektiv ränta på 2,04 % vid utbetalningen, och sedan höjdes beloppet med 70 miljoner euro med en effektiv ränta på 1,99 % i samband med utbetalningen. Den förtida återbetalningen ägde rum i juli 2011. Lånebeloppet till SIF uppgick till 75 miljoner euro som betalades ut i delbetalningar på 20 miljoner euro (september 2009) och 55 miljoner euro (december 2009), med en effektiv räntesats på 1,99 % för de två delbetalningarna. De förtida återbetalningarna genomfördes genom delbetalningar av lånebeloppet och av räntan i juni 2011 och sedan år 2012 och 2013.
- (322) För att illustrera detta uppgår stödbeloppet på grundval av en förenklad uppdatering således uppskattningsvis till 2,08 miljoner euro för lånet till [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] och till 10,41 miljoner euro för lånet till SIF <sup>(50)</sup>.

#### 7.1.4.5 Åtgärd 6

##### i) Huruvida transaktionen genomfördes på lika villkor

- (323) En transaktion anses förenlig med principen om en privat investerare i en marknadsekonomi om det kan bevisas att nämnda transaktion har genomförts på lika villkor mellan de offentliga och de privata investerarna.
- (324) Belgien gör gällande att FSIH:s förvärv av andelar genomfördes på lika villkor som DII:s förvärv, med motiveringen att de investerade beloppen i princip var identiska, att DLP inte tillhörde Dufercokoncernen vid tidpunkten för FSIH:s investering och att målet med dessa investeringar var att köpa tillbaka de tillgångar som tillhörde SIF och inte Dufercokoncernen.
- (325) [...] bekräftar dessa synpunkter och tillägger att DII inte hade tillgång till några andra finansiella dokument än de som Belgien har lämnat in för att utvärdera huruvida investeringarna var lämpliga.
- (326) Kommissionen anser i likhet med DSIH (åtgärd 3) att DLP endast utgör ett instrument som de berörda parterna, FSIH och DII, har använt sig av för att ge sken av att Dufercos övertagande av tillgångar som redan delvis tillhörde nämnda bolag genomfördes på lika villkor. FSIH och DII bildade nämligen DLP i mars 2011 som ett särskilt finansiellt instrument för att ta emot de belgiska tillgångarna från Duferco. Det rör sig särskilt om tillgångar från avvecklingen av SIF (som till 50 % ägdes av Duferco) och tillgångar som ägdes gemensamt med FSIH genom DSIH.
- (327) Även om DLP:s skal formellt sett bildades utanför Dufercokoncernen anser kommissionen att det faktum att transaktionerna genomfördes vid samma tidpunkt, liksom serien av överlåtelsen av andelar mellan olika dotterbolag i Dufercokoncernen mellan juni och juli 2011 <sup>(51)</sup>, visar att DLP var beroende av Duferco från och med det att bolaget grundades.
- (328) Vad gäller den granskade åtgärden konstaterar kommissionen dessutom och i än högre grad att förmögenhetssituationen inom Dufercokoncernen och de underliggande riskerna i princip inte ändrade sig. Duferco innehade i själva verket genom DLP i) 50,3 % av de stålproduktionstillgångar som bolaget redan till 50 % innehade via SIF

<sup>(50)</sup> Uppskattningen har gjorts genom en beräkning av den ränta som skulle ha tagits ut vid tillämpning av räntan enligt 2008 års meddelande om referensräntor, med avdrag för den uppskattade räntan på grundval av den faktiska ränta som tillämpades, genom att uppdatera alla belopp med den ränta som anges i nämnda meddelande. Beräkningen av räntan och uppdateringen har uppskattats i förhållande till fiktiva tillfälliga tidsfrister (särskilt löptid angivet i år i stället för i exakt antal dagar till återbetalningen, utan beaktande av partiella räntebetalningar), som således inte beaktar den finansiella profilen och tidfristen för den faktiska återbetalningen.

<sup>(51)</sup> Se framför allt skäl 49 i detta beslut.

och ii) 50,3 % av de diversifierade tillgångar som det redan till 50 % innehade via DSIH. Omvänt förändrade sig FSIH:s förmögenhetssituation betydligt efter den granskade åtgärden. FSIH förvärvade i praktiken 49,7 % av de viktiga stålproduktionstillgångarna i La Louvière och Trebos, vilka tidigare var i utländsk ägo.

(329) Vad gäller finansiella åtaganden återspeglas denna situation alltså på följande sätt för Dufercokoncernen:

— [...] miljoner euro betalades för att köpa tillbaka vissa stålproduktionstillgångar från SIF genom DLP.

— [...] miljoner euro erhöles genom försäljningen av samma tillgångar genom SIF som till 50 % var dotterbolag till Dufenco.

— [...] miljoner euro i skuld gentemot DSIH genom DLP, för förvärvet av Dufenco Diversification.

— [...] miljoner euro i fordran gentemot DLP genom DSIH, för försäljningen av Dufenco Diversification.

(330) Därigenom erhålls ett nettokapitaltillskott till Dufercokoncernen på [...] miljoner euro för förvärvet av andelar i DLP upp till 50,3 %. Denna summa kan inte på något sätt jämföras med de 99,7 miljoner euro <sup>(2)</sup> som beviljats av FSIH för att bli aktieägare till 49,7 % i DLP.

(331) Mot denna bakgrund kan denna investering inte anses ha genomförts på lika villkor.

#### ii) Huruvida FSIH agerade som en privat investerare

(332) Kommissionen ska nu redogöra för de skäl som utöver det förhållande att transaktionen inte ägde rum på lika villkor gör att den drar slutsatsen att den inte är förenlig med principen om en privat investerare i en marknadsekonomi. Dessa skäl hänger samman med hur FSIH har värderat sitt förvärv av andelarna i DLP.

(333) Utan att gå in i detalj på bolagets uppskattningar avvisar kommissionen en invändning från [...]. Enligt [...] är det faktum att FSIH inte hade tillgång till andra dokument än DII (privat investerare) vid den här aktuella tidpunkten tillräckligt för att bevisa att FSIH:s investering var försiktig.

(334) Av de skäl som anförs i skäl 329 var den granskade transaktionen i princip neutral för Dufercokoncernen i finansiellt hänseende. Följaktligen hade nämnda koncern inte något incitament att upprätta detaljerade rapporter eller studier: priset på de tillgångar som DLP köpte tillbaka hade begränsad betydelse för likviditeten. Detta var inte fallet för FSIH, som skulle betala 49,7 % av det pris som fastställts för tillgångarna. Följaktligen var det upp till FSIH och inte Dufenco att samtycka till alla möjliga ansträngningar för att bedöma tillgångarnas korrekta värde. Det faktum att Dufenco inte hade tillgång till några andra dokument än de som Belgien har tillhandahållit bevisar inte på något sätt att FSIH har agerat som en privat investerare i en marknadsekonomi.

(335) Vad gäller resultatet av dess uppskattningar påminner kommissionen om att det är tillräckligt att värdera fyra faktorer: i) DLLPL:s aktier, ii) Dufenco Trebos aktier, iii) de lager som återköptes till Dufenco La Louvière Sales och iv) det projekt som motiverade en investering på [30–40] miljoner euro i DLLPL.

(336) Kommissionen anser att den rapport från Galtier från maj 2011 som Belgien har översänt inte vittnar om att någon grundlig värdering har utförts för DLLPL. Där hänvisas enbart till det verkliga värdet ("fair value") på de materiella tillgångarna vid anläggningen i La Louvière och inte till några skulder eller till någon affärsplan.

(337) Experten Galtier har emellertid, genom Belgien, informerat kommissionen om att dess uppskattning grundades på en vederbörlig affärsplan. Sammanfattningen av denna affärsplan, vilken Belgien har tillhandahållit <sup>(3)</sup>, är ett kort dokument som inte innehåller något datum och där det inte anges några antaganden. Kommissionen har inte fått den ursprungliga affärsplanen, om det har funnits någon sådan.

<sup>(2)</sup> Kommissionen har från kapitalökningen på 100 miljoner euro dragit av nettoeffekten på FSIH från överlåtelsen av Dufenco Diversification till DLP (-0,3 miljoner euro).

<sup>(3)</sup> Bilaga 21 till Belgiens svar på beslutet att inleda förfarandet.

- (338) Belgien har åberopat samma argument beträffande förvärvspriset för aktierna i Duferco Trebos, nämligen att dokumentet med titeln "*Valeur d'utilité des actifs corporels et incorporels de Trebos*" (nyttjandevärdet för Trebos materiella och immateriella tillgångar) från maj 2011 i praktiken utgör en samling studier och rapporter som innehåller en preliminär affärsplan på två sidor som Duferco har upprättat<sup>(54)</sup>. Det har inte specificerats när detta sistnämnda dokument upprättades. Syftet med rapporten från 2011 var att värdera tillgångarnas nyttjandevärde och att identifiera kundvärdet hos den allmänna affärsverksamheten. Någon kontroll av redovisningen eller någon revision av företaget har inte utförts. Det har inte tillhandahållits någon sammanställd värdering av bolaget Duferco Trebos.
- (339) Vad gäller dessa två förvärv medger Belgien dock att parterna gjorde bedömningen att det inte var nödvändigt att upprätta en affärsplan i vederbörlig ordning. FSIH var väl förtroget med föremålet för köpet. Kommissionen anser emellertid att kunskap om ett företag är användbar men inte tillräcklig för en investerare eftersom beslutet att investera beror på den förväntade framtida lönsamheten.
- (340) Vad gäller uppskattningen av lagret hos Duferco La Louvière Sales, ett bolag som kontrollerades av SIF, har Belgien lämnat in ett dokument som, i dess mening, motiverar att marknadsvärdet för lagren var högre än det redovisade värdet, vilket motsvarar det värde som har använts för att fastställa försäljningspriset. Kommissionen konstaterar än en gång att det inte har specificerats när detta dokument upprättades.
- (341) Vad sedan gäller investeringarna på [30–40] miljoner euro i DLLPL begärde kommissionen i beslutet att inleda förfarandet att Belgien skulle lämna in alla studier och affärsplaner som gällde denna investering. Belgien har bekräftat att i slutändan motiverade en enda affärsplan investeringen på [30–40] miljoner euro och att de andra planer som man har hänvisat till saknar betydelse eftersom de gällde andra projekt som inte har genomförts. Belgien har således lämnat in en affärsplan på en sida, som saknar datum, innehållande en tabell med EBITDA fram till och med 2016 till kommissionen, utan någon som helst förklaring eller hypotes som motiverar de ingivna siffrorna.
- (342) Kommissionen anser inte att de andra dokument som Belgien har åberopat kan kompensera för detta otillräckliga dokument. Dokumentet med titeln "*Un projet d'avenir pour la sidérurgie louviéroise*" (ett framtida projekt för stålindustrin i Louvièroisområdet), från februari 2011, innehöll en detaljerad strategi för bevarandet av verksamheten som hänförde sig till långa och platta produkter. En sida ägnas åt DLLPL:s historiska utveckling under de fem senaste åren. Dokumentet med titeln "*Plan marketing Produits Long 2011–2013*" (marknadsföringsplan för långa produkter 2011–2013) är begränsad till en studie av den berörda sektorn.
- (343) Mot denna bakgrund kan FSIH:s investering inte anses förenlig med principen om en privat investerare i en marknadsekonomi. Kommissionen konstaterar att DLP gjorde det möjligt för FSIH att än en gång stödja stålverksamheten i Vallonien, utan att detta motiverades genom en ekonomisk analys i enlighet med principen om en privat investerare i en marknadsekonomi.

### iii) Uppskattning av stödbeloppet

- (344) Av uppgifterna ovan följer att investeringen inte kan anses ha genomförts på lika villkor och i enlighet med principen om en privat investerare i en marknadsekonomi. Det stödbelopp som DLP har erhållit motsvarar således kapitaltillskottet, dvs. 100 miljoner euro.

#### 7.1.4.6 Allmänna slutsatser beträffande kriteriet om en ekonomisk fördel

- (345) Efter att ha analyserat varje åtgärd för sig anser kommissionen att det krävs en mer generell analys av FSIH:s investeringsstrategi från och med det att bolaget bildades. Kommissionen anser att dessa åtgärder inte kan skiljas från varandra och har ett enda syfte, nämligen att stödja och varaktigt behålla Dufercocernens verksamhet i Vallonien, med hjälp av indirekta investeringar i offshore-dotterbolag tillhörande koncernen för att kringgå de bestämmelser som förbjuder stöd till stålsektorn i unionen. Stödmottagarna för ingripandena från FSIH:s sida har i själva verket varit Dufercos moderbolag eller koncernens dotterbolag i Förenta staterna (åtgärd 1), [...] (åtgärd 2), i Irland (åtgärd 3), [...] (åtgärd 4) och [...] (åtgärderna 5 och 6), för att finansiera projekt som har genomförts i Vallonien, i koncernens vallonska dotterbolag som är verksamma inom stålsektorn och, efter att koncernen gradvis avslutade sin verksamhet inom stålindustrin i Vallonien, i dotterbolag som är verksamma inom saneringen av anläggningar.

<sup>(54)</sup> Bilaga 23 till Belgiens svar på beslutet att inleda förfarandet.

- (346) Denna analys motiveras med att vissa transaktioner genomförts samtidigt eller nära varandra i tiden.
- (347) Dufenco etablerade sig i Belgien år 1997 genom att förvärva Forges de Clabecq, som hade drabbats av stora finansiella svårigheter, med stöd från regionen Vallonien och godkännande från kommissionens sida (förvärv av aktier för 8,75 miljoner euro och lån på 13,75 miljoner euro)<sup>(55)</sup>. Kommissionen konstaterar att detta övertagande var en följd av kommissionens negativa beslut avseende Forges de Clabecq<sup>(56)</sup>, om att ett räddningsförsök från den belgiska staten av samma bolag ansågs oförenligt med den gemensamma marknaden i december 1996. Företaget försattes då i konkurs i januari 1997.
- (348) Därefter följde en rad övertaganden av vallonska stålanläggningar genom Dufercokoncernen, alla med stöd från regionen Vallonien genom SOGEPA och från och med år 2003 genom FSIH. År 1999 förvärvade Dufenco anläggningen Gustave Boël i La Louvière från Hoogovens med stöd från regionen Vallonien (utbyte av en skuld på 12,5 miljoner euro mot 25 % av aktieinnehavet och lån på 25,3 miljoner euro)<sup>(57)</sup>. Efter att ordföranden för koncernen Usinor-Sacilor i februari 2001 hade tillkännagett sin avsikt att utveckla varmvalsningslinjen vid Cockerill Sambres anläggning i Charleroi hölls diskussioner mellan Usinor-Cockerill Sambre, Dufercokoncernen och SOGEPA, som hade som huvudsakligt syfte att bilda ett gemensamt företag för tillverkning av valsämnen vid Cockerill Sambres befintliga anläggningar i Charleroi. Detta skulle kompletteras med utrustning från Dufenco Clabecq. År 2002 övertog Dufenco den varma fasen från Charleroi, senare Carsid, i samarbete med Usinor, återigen med stöd från regionen Vallonien (kapitaltillskott från SOGEPA till Carsid på 20 miljoner euro, som sänktes till 9 miljoner euro på grund av beslutet att inleda ett förfarande enligt artikel 6.5 i beslut nr 2496/96/EKSG).
- (349) Kommissionen konstaterar att FSIH grundades i mars 2003, dvs. under den undersökning som kommissionen genomförde efter antagandet av beslutet att inleda ett formellt granskningsförfarande den 3 april 2002 om regionen Valloniens finansiella deltagande i företaget Carsid. Detta förfarande avslutades den 15 oktober 2003<sup>(58)</sup> med ett negativt beslut från kommissionen, med motiveringen att en investering i ett nytt bolag inte kan anses äga rum på lika villkor när enbart den offentliga aktieägaren tar på sig nya risker, medan den privata aktieägaren enbart för över en befintlig verksamhet eller ett befintligt projekt till det nya bolaget. Kommissionen konstaterar även att vid flera övertaganden har åtgärder från regionen Valloniens sida till förmån för Dufenco möjliggjort en fördröjning av besvärliga, men i ekonomiskt hänseende nödvändiga, sociala justeringar inom stålsektorn i Vallonien. Detta agerande, som har motiverats med regionala och sociala överväganden, samt skäl som rör skydd av sysselsättningen, till nackdel för rationaliseringar och modernisering av stålindustrin, kan inte anses överensstämma med hur vilket en privat investerare skulle agerat.
- (350) Vidare konstaterar kommissionen att FSIH:s agerande med avseende på dessa investeringar inte överensstämmer med hur en försiktig investerare i en marknadsekonomi skulle ha agerat. I detta hänseende kan FSIH:s agerande jämföras med hur en förvaltare av en investeringsfond skulle agera. Sammantaget skulle inte den investeringspolicy som FSIH har följt, såsom den har belysts i detta förfarande, följas av en sådan marknadsaktör. En icke-spekulativ investeringsfond bör, för att säkerställa sin långsiktiga lönsamhet, sprida riskerna i sin investeringsportfölj. Genom att beakta resultat och lönsamhetsmöjligheter och en spridning av tillgångarna i portföljen i geografiskt och sektoriellt hänseende minskas tillgångarnas volatilitet och således risken för investeringarna i portföljen totalt sett. Det krävs inte att denna diversifiering är extrem, men i detta fall har FSIH koncentrerat alla investeringar till ett enda bolag.
- (351) Genom att enbart investera i Dufercokoncernen utsätts FSIH för en maximal riskexponering, eftersom avkastningen på investeringen beror på ett enda företags framgång eller misslyckande. Sammantaget innebär detta att FSIH:s investeringsbeteende är en ytterligare indikation på att bolagets transaktioner inte uppfyller kriteriet gällande en privat investerare i en marknadsekonomi.
- (352) Mot denna bakgrund drar kommissionen slutsatsen inga av de granskade åtgärderna är förenliga med principen om en privat investerare i en marknadsekonomi. Villkoren för ingripandena har i varje fall inneburit en fördel för olika berörda enheter inom Dufercokoncernen. De utgör därför stöd i den mening som avses i artikel 107.1 i EUF-fördraget.
- (353) Det totala stödbeloppet uppgår följaktligen till 211,43 miljoner euro.

<sup>(55)</sup> Kommissionens beslut av den 25 november 1997 i ärende N 680/97, Belgien – Regionen Valloniens finansiella deltagande i företaget "Dufenco Belgique SA".

<sup>(56)</sup> Kommissionens beslut av den 18 december 1996 i ärende 97/271/EKSG, Belgien – Forges de Clabecq (stål EKSG).

<sup>(57)</sup> Kommissionens beslut av den 26 maj 1999 i ärende N246/99, Belgien – Ekonomiskt bidrag från de belgiska myndigheterna till förmån för företaget HUGB (stål EKSG).

<sup>(58)</sup> Beslut 2005/137/EG.

## 8. STÖDENS FÖRENLIGHET MED DEN INRE MARKNADEN

- (354) Förbudet mot statligt stöd är varken absolut eller ovillkorligt. Särskilt artikel 107.2 och 107.3 i EUF-fördraget erbjuder en rättslig grund för att betrakta vissa stöd som förenliga med den inre marknaden.
- (355) I sitt svar på beslutet att inleda förfarandet har Belgien inte åberopat något skäl till varför de granskade åtgärderna skulle vara förenliga.
- (356) Kommissionen konstaterar att undantagen i artikel 107.2 i EUF-fördraget uppenbarligen inte är tillämpliga. Bland undantagen i punkt 3 i nämnda artikel skulle endast leden a och c kunna vara tillämpliga. I led a föreskrivs att stöd för att främja den ekonomiska utvecklingen i regioner där levnadsstandarden är onormalt låg eller där det råder allvarig brist på sysselsättning kan anses förenligt med den inre marknaden. I led c bekräftas i sin tur att stöd för att underlätta utveckling av vissa näringsverksamheter eller vissa regioner, när det inte påverkar handeln i negativ riktning i en omfattning som strider mot det gemensamma intresset, även kan anses vara förenligt med den inre marknaden.
- (357) Det verkar emellertid inte finnas några rambestämmelser eller riktlinjer från kommissionen som är tillämpliga med avseende på kriterierna för förenlighet hos statligt stöd.
- (358) Sedan EKSG-fördraget upphörde att gälla den 23 juli 2002 har kommissionen emellertid antagit diverse riktlinjer eller meddelanden i syfte att bibehålla förbudet mot regionalt investeringsstöd och stöd till undsättning och omstrukturering till stålsektorn.
- (359) I punkt 8 i riktlinjerna för statligt regionalstöd för 2007–2013 <sup>(59)</sup>, den period under vilken FSIH har beviljat de granskade stöden, undantas uttryckligen regionalstöd till stålsektorn från deras tillämpningsområde och fastställs att sådant stöd är oförenligt med den gemensamma marknaden.
- (360) På samma sätt föreskrivs i meddelandet om stöd till stålsektorn <sup>(60)</sup>, som gällde fram till och med den 31 december 2009, att stöd till undsättning och omstrukturering av företag i svårigheter inom stålsektorn är oförenliga med den inre marknaden. Endast stöd för att täcka kostnader för ersättningar till anställda som sägs upp eller går med på förtidspension och stöd till stålföretag som för gott upphör med sin produktion av stålprodukter är tillåtet under vissa förutsättningar. Syftet med det stöd som beviljats av FSIH överensstämmer inte med dessa två ovannämnda stödkategorier. Tvärtom har det använts i syfte att finansiera investeringar.
- (361) Vad gäller frågan om huruvida det stöd som beviljats till SIF eventuellt kan vara förenligt på grundval av 2009 års meddelande anser kommissionen att detta inte är tillämpligt på SIF. Enligt punkt 4.4.2 i 2009 års meddelande avses företag som kan ha svårt att få tag på finansiering under de marknadsförhållanden som rådde mellan december 2008 och december 2010. Det framgår inte av synpunkterna från SIF att nämnda bolag hade sådana svårigheter. Följaktligen anser kommissionen att SIF inte uppfyller de villkor för stödberättigande som föreskrivs i 2009 års meddelande och att stödet inte kan anses förenligt med den inre marknaden.
- (362) Slutligen bekräftas i punkt 18 i gemenskapens riktlinjer för statligt stöd till undsättning och omstrukturering av företag i svårigheter <sup>(61)</sup>, som gällde till och med den 30 juli 2014, att de inte är tillämpliga på stålsektorn.
- (363) Mot denna bakgrund drar kommissionen slutsatsen att de sex granskade stödåtgärderna är oförenliga med den inre marknaden.

## 9. ÅTERBETALNING AV STÖD SOM ÄR OFÖRENLIGT MED DEN INRE MARKNADEN

- (364) Enligt bestämmelserna i EUF-fördraget och domstolens fasta rättspraxis är kommissionen behörig att besluta att den berörda staten ska ställa in eller ändra stöd som kommissionen har konstaterat vara oförenligt med den inre marknaden <sup>(62)</sup>. Domstolen har dessutom vid upprepade tillfällen slagit fast att den skyldighet som ålagts en medlemsstat att upphäva ett stöd som kommissionen anser vara oförenligt med den inre marknaden syftar till att återställa den situation som rådde innan stödet beviljades <sup>(63)</sup>.

<sup>(59)</sup> EUT C 54, 4.3.2006, s. 13.

<sup>(60)</sup> EUT C 70, 19.3.2002, s. 21.

<sup>(61)</sup> EUT C 244, 1.10.2004, s. 2.

<sup>(62)</sup> Domstolens dom av den 12 juli 1973, kommissionen mot Tyskland, C-70/72, ECLI:EU:C:1973:87, punkt 13.

<sup>(63)</sup> Domstolens dom av den 14 september 1994, Spanien mot kommissionen, C-278/92, C-279/92 och C-280/92, ECLI:EU:C:1994:325, punkt 75.

- (365) Enligt domstolen är detta mål uppfyllt när mottagaren har återbetalat det rättsstridiga stödet och därigenom förlorar den fördel som han åtnjöt på marknaden gentemot sina konkurrenter så att den situation som förelåg före utbetalningen av stödet är återställd <sup>(64)</sup>.
- (366) I artikel 16.1 i rådets förordning (EU) 2015/1589 <sup>(65)</sup> föreskrivs följande: "Vid negativa beslut i fall av olagligt stöd ska kommissionen besluta att den berörda medlemsstaten ska vidta alla nödvändiga åtgärder för att återkräva stödet från mottagaren [...]".
- (367) Eftersom de aktuella åtgärderna har genomförts i strid med artikel 108 i EUF-fördraget och anses utgöra olagliga stöd som är oförenliga med den inre marknaden ska de följaktligen återkrävas för att återställa den situation som rådde på marknaden innan de beviljades.
- (368) I detta fall har stöden beviljats till följande företag: DII (åtgärd 1), [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH] (åtgärd 2), DSIH (åtgärd 3), [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] – senare [...] – (åtgärd 4), SIF (åtgärd 5) och DLP (åtgärd 6), som samtliga är dotterbolag till Dufercokoncernen i olika länder. Dessa företag eller deras eventuella legala efterträdare är skyldiga att betala tillbaka de stöd som betalats ut felaktigt.
- (369) Återbetalningen ska för övrigt omfatta den period under vilken stödmottagarna har erhållit en fördel, dvs. mellan den tidpunkt då stödet ställdes till förfogande till varje stödmottagare och dess faktiska återbetalning, med beaktande av kriterierna om fastställande av en ekonomisk fördel och de beräkningsprinciper som fastställts i avsnitt 7.1.4.1 till 7.1.4.5. Vid genomförandet av principen om lojalt samarbete som är tillämplig på Belgien inom ramen för återbetalningsförfarandet ska det stödbelopp som beviljats till [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] – senare [...] – och till SIF särskilt fastställas mer exakt under förfarandet, på grundval av de uppgifter som Belgien har uppgett, med beaktande av, framför allt för de stöd som har beviljats i form av lån, de faktiska datumen för betalningar eller återbetalningar samt alla andra relevanta omständigheter som Belgien framhåller. De belopp som ska återkrävas ska i vart fall innefatta ränta fram till den faktiska återbetalningen.

## 10. SLUTSATS

- (370) Kommissionen konstaterar att Belgien har genomfört de aktuella stödåtgärderna i strid med artikel 108.3 i EUF-fördraget. Kommissionen anser att samtliga granskade åtgärder utgör statligt stöd som är oförenligt med den inre marknaden.

HÄRIGENOM FÖRESKRIVS FÖLJANDE.

### Artikel 1

Följande åtgärder, som Belgien olagligen har genomfört i strid med artikel 108.3 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt, utgör statligt stöd som är oförenligt med den inre marknaden:

- a) Försäljningen av innehavet i Duferco US Investment Corporation till förmån för Duferco Industrial Investment till ett belopp av 11 581 700 euro.
- b) Försäljningen av innehavet i Duferco Participations Holding Limited till förmån för [det bolag som vid denna tidpunkt kontrollerade DPH] till ett belopp av 20 362 464 euro.
- c) Förvärvet av andelar i Duferco Salvage Investments Holding till förmån för nämnda bolag till ett belopp av [65–72 miljoner] euro.
- d) Lånet till förmån för [det bolag som vid den tidpunkten utgjorde det ledande företaget i Dufercokoncernen] till ett belopp av 2 082 723 euro, i den mån den räntesats som har tillämpats på lånet understiger 3,502 %.
- e) Lånet till förmån för Steel Invest & Finance till ett belopp av 10 413 639 euro, i den mån den räntesats som har tillämpats på lånet understiger 4,302 %.
- f) Förvärvet av andelar i Duferco Long Products till förmån för nämnda bolag till ett belopp av 100 000 000 euro.

<sup>(64)</sup> Domstolens dom av den 17 juni 1999, Belgien mot kommissionen, C-75/97, ECLI:EU:C:1999:311, punkterna 64 och 65.

<sup>(65)</sup> Rådets förordning (EU) 2015/1589 av den 13 juli 2015 om genomförandebestämmelser för artikel 108 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (EUT L 248, 24.9.2015, s. 9).



*Artikel 2*

1. Belgien ska se till att de direkta stödmottagarna eller deras rättsliga efterträdare betalar tillbaka de oförenliga stöd som beviljats och som avses i artikel 1.
2. De stöd som ska återkrävas ska innefatta ränta från och med den dag då stöden ställdes till stödmottagarnas förfogande till och med den dag då de har återbetalats.
3. Räntorna ska beräknas som sammansatt ränta enligt kapitel V i kommissionens förordning (EG) nr 794/2004 <sup>(66)</sup>.

*Artikel 3*

1. Återkravet av de stöd som avses i artikel 1 ska genomföras omedelbart och effektivt.
2. Belgien ska säkerställa att detta beslut genomförs inom fyra månader från den dag det har delgivits.

*Artikel 4*

1. Inom två månader efter den dag då detta beslut har delgivits ska Belgien lämna följande uppgifter till kommissionen:
  - a) Det totala belopp (kapital och räntor) som ska återkrävas från varje stödmottagare.
  - b) Vilka åtgärder (i detalj) som redan har vidtagits och vilka åtgärder som planeras för att följa beslutet.
  - c) Dokument som visar att stödmottagarna har anmodats att betala tillbaka stödet.
2. Belgien ska hålla kommissionen underrättad om de nationella åtgärder som har vidtagits för att genomföra detta beslut till dess att återkravet av de stöd som avses i artikel 1 har slutförts. Belgien ska, på kommissionens begäran, omedelbart överlämna alla uppgifter om de åtgärder som redan vidtagits och som planeras för att följa detta beslut. Belgien ska också lämna detaljerade uppgifter om de stödbelopp och räntebelopp som redan har återbetalats av stödmottagarna.

*Artikel 5*

Detta beslut riktar sig till Konungariket Belgien.

Utfärdat i Bryssel den 20 januari 2016.

*På kommissionens vägnar*  
Margrethe VESTAGER  
*Ledamot av kommissionen*

---

<sup>(66)</sup> Kommissionens förordning (EG) nr 794/2004 av den 21 april 2004 om genomförande av rådets förordning (EG) nr 659/1999 om tillämpningsföreskrifter för artikel 93 i EG-fördraget (EUT L 140, 30.4.2004, s. 1).