

DECYZJA KOMISJI

z dnia 7 marca 2012 r.

w sprawie pomocy państwa nr SA.29041 (C 28/2009, ex N 433/2009) Środki pomocy na rzecz Oltchim SA Râmnicu Vâlcea

(notyfikowana jako dokument nr C(2012) 1369)

(Jedynie tekst w języku rumuńskim jest autentyczny)

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

(2013/246/UE)

KOMISJA EUROPEJSKA,

uwzględniając Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (zwany dalej „TFUE”), w szczególności jego art. 108 ust. 2 akapit pierwszy ⁽¹⁾,

uwzględniając Porozumienie o Europejskim Obszarze Gospodarczym, w szczególności jego art. 62 ust. 1 lit. a),

uwzględniając decyzję, na mocy której Komisja postanowiła wszcząć procedurę określoną w art. 108 ust. 2 TFUE w odniesieniu do środka pomocy C 28/2009 (ex N 433/2009) ⁽²⁾,

po wezwaniu zainteresowanych stron do przedstawienia uwag zgodnie z przywołanymi artykułami i uwzględniając otrzymane odpowiedzi,

a także mając na uwadze, co następuje:

pomocy państwa ze względu na pewność prawa, argumentując, że nie stanowią one pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE.

(2) Przed wspomnianym zgłoszeniem PCC SE (zwane dalej „PCC”), przedsiębiorstwo z siedzibą w Duisburgu w Niemczech, które obecnie posiada udział mniejszościowy w Oltchim wynoszący 18,31 %, złożyło w dniu 10 kwietnia 2008 r. oficjalną skargę, twierdząc, że planowana zamiana długu na udziały w kapitale zakładowym wiąże się z pomocą państwa niezgodną z rynkiem wewnętrznym.

(3) Po zarejestrowaniu skargi Komisja prowadziła korespondencję i wymieniała informacje z władzami rumuńskimi, Oltchim i skarżącym oraz kilkakrotnie spotkała się z jednej strony z władzami rumuńskimi i przedstawicielami Oltchim, a z drugiej z przedstawicielami skarżącego.

(4) W dniu 15 września 2009 r. Komisja wszczęła formalne postępowanie wyjaśniające na podstawie art. 108 ust. 2 TFUE w odniesieniu do zgłoszonych środków (zwane dalej „decyzją o wszczęciu postępowania”). W dniu 3 listopada 2009 r. Rumunia przedstawiła uwagi odnośnie do decyzji o wszczęciu postępowania.

(5) Decyzję o wszczęciu postępowania opublikowano w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej* w dniu 29 grudnia 2009 r. ⁽⁴⁾. Pismami z dnia 21 grudnia 2009 r. Komisja wezwała osiem przedsiębiorstw, które jako konkurenci Oltchim były potencjalnie zainteresowane postępowaniem, do przedstawienia uwag na temat decyzji o wszczęciu postępowania.

(6) Komisja otrzymała uwagi od pięciu osób trzecich: pismem z dnia 26 stycznia 2010 r. od Vestolit GmbH & Co. KG (zwanej dalej „Vestolit”); pismem z dnia 26 stycznia 2010 r. od Ineos ChlorVinyls (zwanej dalej „Ineos”); pismami z dnia 27 stycznia 2010 r. i z dnia 28 stycznia 2010 r. od dwóch przedsiębiorstw, które wnioskowoły o poufne traktowanie ich tożsamości (zwanych dalej „anonimowymi podmiotami I i II”) oraz pismem z dnia 29 stycznia 2010 r. od pana Virgila Bestei, osoby fizycznej.

I. PROCEDURA

(1) W dniu 17 lipca 2009 r. Rumunia zgłosiła dwa środki pomocy (zwane dalej „zgłoszeniem”) na rzecz przedsiębiorstwa Oltchim SA Râmnicu Vâlcea (zwanego dalej „Oltchim” lub „spółką”): (i) zamianę długu wobec organów publicznych w wysokości 538 mln RON (około 128 mln EUR ⁽³⁾) na udziały w kapitale zakładowym oraz (ii) gwarancję państwową pokrywającą 80 % pożyczki zaciągniętej na warunkach rynkowych w łącznej kwocie 424 mln EUR. Rumunia zgłosiła te środki

⁽¹⁾ Ze skutkiem od dnia 1 grudnia 2009 r. art. 87 i 88 Traktatu WE stały się odpowiednio art. 107 i 108 TFUE. Treść tych dwóch grup postanowień jest zasadniczo identyczna. Do celów niniejszej decyzji odniesienia do art. 107 i 108 TFUE należy, w stosownych przypadkach, rozumieć jako odniesienia odpowiednio do art. 87 i 88 Traktatu WE. W TFUE wprowadzono również pewne zmiany w terminologii, takie jak zastąpienie terminów „Wspólnota” i „wspólny rynek” odpowiednio terminami „Unia” i „rynek wewnętrzny”. W niniejszej decyzji będzie stosowana terminologia TFUE.

⁽²⁾ Decyzja Komisji C(2009) 6867 wersja ostateczna z dnia 15 grudnia 2009 r. (Dz.U. C 321 z 29.12.2009, s. 21).

⁽³⁾ Kurs wymiany walut EBC z dnia 17 sierpnia 2009 r. wynosił 1 EUR = 4,2 RON. W niniejszej decyzji wszystkie kwoty wyrażone w lejach rumuńskich są przeliczone na euro zgodnie z tym kursem wymiany walut, chyba że kwoty były dostępne/podane tylko w euro - w tym przypadku stosowana jest wyłącznie wartość w euro.

⁽⁴⁾ Zob. przypis 2.

- (7) Uwagi te przekazano Rumunii pismem z dnia 2 marca 2010 r. Pismem z dnia 8 kwietnia 2010 r. Rumunia odpowiedziała na wyżej wspomniane uwagi osób trzecich.
- (8) Szósta osoba trzecia, fundusz inwestycyjny Firebird Management LLC (zwany dalej „Firebird”), posiadający wówczas 1,328 % udziałów w Oltchim, przedłożyła informacje i uwagi w pismach z dnia 27 maja 2010 r. i z dnia 8 lipca 2010 r. Uwagi Firebird przekazano Rumunii odpowiednio pismami z dnia 25 czerwca 2010 r. i z dnia 27 lipca 2010 r.
- (9) PCC, skarżący, przedłożył informacje na temat przedmiotowej sprawy pismami z dnia 6 maja 2010 r., z dnia 18 maja 2010 r., z dnia 19 maja 2010 r., z dnia 28 maja 2010 r., z dnia 13 czerwca 2010 r., z dnia 18 czerwca 2010 r., z dnia 22 lipca 2010 r., z dnia 6 sierpnia 2010 r., z dnia 2 września 2010 r., z dnia 18 października 2010 r., z dnia 9 kwietnia 2011 r. oraz z dnia 14 kwietnia 2011 r. Oprócz tych pism PCC przesłał liczne informacje związane z przedmiotową sprawą, w tym głównie różne artykuły prasowe oraz inne informacje, w większości dostępne publicznie.
- (10) Ponadto anonimowe podmioty I i II (które również przedstawiły uwagi na temat decyzji o wszczęciu postępowania i wniosowały o poufne traktowanie ich tożsamości) przekazały dalsze informacje w dniach 21 września 2010 r., 22 lutego 2011 r., 28 lutego 2011 r., 26 lipca 2011 r. oraz 28 października 2011 r.
- (11) Pismami z dnia 25 czerwca 2010 r., z dnia 2 sierpnia 2010 r., z dnia 9 września 2010 r., z dnia 22 września 2010 r., z dnia 20 października 2010 r. i z dnia 23 listopada 2011 r. Komisja przekazała Rumunii uwagi, o których mowa w motywach (9) i (10), w przypadku gdy zawierały one nowe informacje i argumenty oraz były istotne dla niniejszego postępowania.
- (12) Rumunia odpowiedziała na te dodatkowe uwagi pismami z dnia 30 lipca 2010 r., z dnia 2 września 2010 r., z dnia 12 października 2010 r., z dnia 26 października 2010 r., z dnia 23 listopada 2010 r. oraz z dnia 7 grudnia 2011 r. Rumunia przedstawiła również dodatkowe informacje na temat przedmiotowej sprawy pismami z dnia 29 marca 2011 r., z dnia 14 kwietnia 2011 r., z dnia 27 lipca 2011 r., z dnia 9 września 2011 r. oraz z dnia 21 września 2011 r.
- (13) W następstwie decyzji o wszczęciu postępowania w Brukseli odbyło się kilka spotkań pomiędzy departamentami Komisji a władzami rumuńskimi, tj. w dniach 30 czerwca 2010 r., 15 lipca 2010 r., 19 maja 2011 r. oraz 12 września 2011 r. Departamenty Komisji kilkakrotnie spotkały się również z przedstawicielami skarżącego, tj. PCC.
- (14) Pismem z dnia 22 czerwca 2011 r. władze rumuńskie wycofały swoje zgłoszenie z dnia 17 lipca 2009 r. w odniesieniu do gwarancji państwowej na pożyczkę w wysokości 424 mln EUR. Poinformowały również Komisję, że podtrzymują swoje zgłoszenie w odniesieniu do zamiany długu na udziały w kapitale zakładowym.
- (15) W dniu 10 sierpnia 2011 r. rząd rumuński zatwierdził memorandum upoważniające przedstawicieli Ministerstwa Gospodarki, Handlu i Otoczenia Biznesu, AVAS⁽⁵⁾ i Oltchim do przyjęcia konwencji dotyczącej środków prywatno-prawnych między AVAS i Oltchim, na mocy której spółka uzna odsetki narosłe od długu publicznego od dnia 1 stycznia 2007 r.
- (16) Pismem z dnia 9 września 2011 r. władze rumuńskie ogłosiły, że Oltchim i AVAS zamierzają zawrzeć wyżej wspomnianą konwencję dotyczącą środków prywatno-prawnych oraz że AVAS zamieni również odsetki narosłe w ten sposób - wraz z długiem głównym - na udziały w kapitale zakładowym.
- (17) Pismem z dnia 21 października 2011 r. rumuński premier Emil Boc poinformował o stanowczym zobowiązaniu rządu rumuńskiego do sprywatyzowania Oltchim w całości, łącznie z całkowitym udziałem organów publicznych powstałym po zamianie długu. Ogłoszenie o prywatyzacji miało zostać opublikowane pod koniec marca 2012 r., a prywatyzacja miała zakończyć się do końca maja 2012 r. Pismem z dnia 16 lutego 2012 r. nowy rumuński premier, Mihai-Răzvan Ungureanu, potwierdził wspomniane zobowiązania.
- (18) Rumunia przedłożyła dodatkowe uwagi i informacje pismami z dnia 12 października 2011 r. i z dnia 23 grudnia 2011 r.
- (19) Pisma wymienione w motywach 17 i 18 świadczą o tym, że Rumunia zmieniła zgłoszenie dotyczące środka 1 w tym sensie, że po zamianie długu wobec organów publicznych w wysokości 538 mln RON miała nastąpić prywatyzacja powstałego pakietu udziałów w Oltchim oraz że zamianę należy oceniać w świetle późniejszej prywatyzacji.

II. KONTEKST SPRAWY

II.1. Spółka

- (20) Oltchim jest dużym rumuński przedsiębiorstwem petrochemicznym, które produkuje polichlorek winylu, sodę kaustyczną, chlor, ftalan dioktylu i polieteropoliole. Głównym produktem spółki jest polichlorek winylu (obecnie około 37,5 % całkowitej produkcji), a jej udział w rynku UE wynosił w 2008 r. 2,1 %⁽⁶⁾. Oltchim jest jednym z największych przedsiębiorstw petrochemicznych w Rumunii i Europie Południowo-Wschodniej. Produkuje 78 rodzajów 40 bazowych produktów chemicznych. Spółka eksportuje około 80 % swojej produkcji na terytorium Europy i poza nim.

⁽⁵⁾ Rumuńska Agencja Prywatyzacyjna. Zob. przypis 10 poniżej.

⁽⁶⁾ Dane własne Oltchim.

- (21) Oltchim jest głównym pracodawcą przemysłowym w Vâlcea, rumuńskim okręgu objętym pomocą zgodnie z art. 107 ust. 3 lit. a) TFUE. W dniu 15 października 2011 r. w spółce zatrudniano 3 470 osób⁽⁷⁾. Ze względu na obecną trudną sytuację finansową spółka tymczasowo zwolniła 1 000 pracowników w grudniu 2011 r. i kolejnych 993 pracowników w styczniu 2012 r.⁽⁸⁾.
- (22) Spółka rozpoczęła działalność w 1966 r., została zreorganizowana w 1990 r. i w 1997 r. została dopuszczona do obrotu na rumuńskiej giełdzie papierów wartościowych. Państwo rumuńskie zachowuje (obecnie za pośrednictwem Ministerstwa Gospodarki) pakiet kontrolny, który wynosi 54,8 % udziałów w spółce. Głównym udziałowcem mniejszościowym jest PCC, który jest również skarżącym w niniejszym postępowaniu i posiada 18,31 % udziałów w spółce Rokita SA, będącej polskim konkurentem Oltchim. Reszta udziałów w spółce należy do Nachbar Services Ltd (14,02 %), różnych osób fizycznych (11,04 %) oraz innych podmiotów prawnych (1,81 %).

II.2. Wydarzenia przed przystąpieniem Rumunii do UE

II.2.1 Powstanie długu publicznego

- (23) W latach 1992–2008 Oltchim zainwestował łącznie około 371 mln EUR w modernizację swojej linii produkcyjnej (z czego kwotę 118,8 mln EUR zainwestowano w latach 2007–2008). W odniesieniu do niektórych z tych inwestycji Oltchim w latach 1995–2000 zaciągnął serię 12 pożyczek na warunkach rynkowych na łączną kwotę około 171 mln DEM plus 60 mln USD. Pożyczki były zabezpieczone gwarancjami państwowymi udzielonymi przez Ministerstwo Finansów.
- (24) Z uwagi na fakt, że Oltchim nie był w stanie spłacić pożyczek, począwszy od listopada 1999 r. banki żądały spłaty należności z tytułu gwarancji państwowych.
- (25) W latach 1999–2002 Ministerstwo Finansów dokonało płatności z tytułu należnych gwarancji. Ministerstwo naliczało znaczne odsetki i kary od kwot wypłacanych z tytułu gwarancji państwowych uruchomionych w latach 1999–2002, wynoszące od 0,15 % do 0,3 % dziennie, tj. 54–110 % rocznie⁽⁹⁾.
- (26) W czerwcu 2002 r. narosły dług Oltchim wobec Ministerstwa Finansów, wynikający z gwarancji państwowych oraz naliczonych odsetek i nałożonych kar, wyniósł 303 mln RON (około 72 mln EUR). W tym samym

okresie kwotę tę przeniesiono z Ministerstwa Finansów na rumuńską agencję AVAS, której powierzono odzyskanie długu publicznego⁽¹⁰⁾, i skonsolidowano ją w dolarach, tak aby zachować wartość długu w warunkach hiperinflacji; otrzymana w ten sposób kwota wynosiła 91 mln USD.

- (27) Zgodnie z ustawą rumuńską (GEO 51/1998) AVAS nie miała specjalnego mandatu do naliczania odsetek i kar w odniesieniu do długu publicznego, który miała odzyskać od przedsiębiorstw będących dłużnikami.

II.2.2 Zamiana długu w 2003 r.

- (28) Pierwsza próba prywatyzacji spółki miała miejsce w 2001 r., kiedy AVAS wynegocjowała i podpisała z przedsiębiorstwem Exall Resources umowę sprzedaży państwowych udziałów w spółce. Umowę sprzedaży anulowano z powodu niezdolności nabywcy do wywiązania się ze zobowiązań płatniczych i niezapewnienia technologicznych/środowiskowych inwestycji na rzecz spółki.
- (29) Drugą próbę prywatyzacji Oltchim podjęto w październiku 2003 r., kiedy rumuńska agencja prywatyzacyjna APAPS opublikowała ogłoszenie o sprzedaży udziałów należących do państwa. W celu zwiększenia atrakcyjności spółki poinformowano potencjalnych inwestorów o tym, że dług publiczny zostanie zamieniony na udziały w kapitale zakładowym.
- (30) Ponieważ jednak potencjalny inwestor (Romp petrol) i udziałowcy mniejszościowi zakwestionowali w rumuńskich sądach zamianę długu przeprowadzoną w 2003 r., na początku listopada 2003 r. ofertę prywatyzacyjną anulowano. Niezależnie od powyższego w listopadzie 2003 r. należący do AVAS dług w wysokości 95 mln USD (tj. przeniesiona kwota 91 mln USD oraz dalsze płatności dokonane przez Ministerstwo Finansów na mocy gwarancji i przeniesione na AVAS od czerwca 2002 r.), stanowiący równowartość 322 mln RON, zamieniono decyzją walnego zgromadzenia udziałowców Oltchim (na którym przedstawiciele państwa mieli większość głosów) na udziały w kapitale zakładowym. Udział publiczny w Oltchim wzrósł tym samym z 53,26 % do 95,73 %.
- (31) W listopadzie 2005 r. sąd handlowy w okręgu Vâlcea unieważnił decyzję walnego zgromadzenia udziałowców Oltchim w sprawie zamiany długu z uwagi na to, że dokonano jej bez umożliwienia udziału w podwyższeniu kapitału również udziałowcom mniejszościowym.

⁽⁷⁾ Zob. profil spółki dostępny na giełdzie papierów wartościowych w Bukareszcie: <http://investing.businessweek.com/research/stocks/snapshot/snapshot.asp?ticker=OLT:RO>.

⁽⁸⁾ dostępne na stronie internetowej Oltchim: www.oltchim.ro.

⁽⁹⁾ Biorąc pod uwagę fakt, że waluta rumuńska będąca wówczas w obiegu, tj. ROL, ulegała hiperinflacji.

⁽¹⁰⁾ Wówczas ostatecznie przeniesiono dług na rumuńską agencję o nazwie „AVAB” (*Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Bancare* – Urząd ds. Odzyskiwania Aktywów Bankowych), którą w maju 2004 r. połączono z agencją prywatyzacyjną APAPS (Urząd ds. Prywatyzacji i Zarządzania Własnością Państwową) i przemianowano na AVAS (*Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Statului* – Urząd ds. Odzyskiwania Majątku Państwowego). Dla uproszczenia w niniejszej decyzji AVAS i AVAB będą określane jako AVAS.

- (32) W czerwcu 2006 r. rząd rumuński wydał dekret nadzwyczajny⁽¹¹⁾, w którym upoważniono przedstawicieli państwa na walnym zgromadzeniu udziałowców Oltchim do głosowania przeciwko odwołaniu się od orzeczenia sądu, który unieważnił pierwszą zamianę długu, oraz za podjęciem niezbędnych kroków w celu odwrócenia tej zamiany. Decyzja sądu o unieważnieniu zamiany długu stała się prawomocna w sierpniu 2006 r. Obniżenie kapitału zakładowego nastąpiło w listopadzie 2007 r. Dług wynikający z unieważnienia zamiany długu ponownie wpisano do ksiąg rachunkowych według pierwotnej wartości 95 mln USD, a następnie wyrażono kwotą 317 mln RON.

II.2.3 Dalsza kumulacja długu

- (33) Po pierwszym przeniesieniu długu w czerwcu 2002 r. na AVAS, w okresie od czerwca 2002 r. do grudnia 2006 r. Ministerstwo Finansów nadal dokonywało płatności z tytułu gwarancji państwowych, które zostały uruchomione w listopadzie 1999 r. W latach 2003–2006, gdy zamiana długu przeprowadzona w 2003 r. nadal obowiązywała, całkowita suma dodatkowych płatności dokonanych przez Ministerstwo Finansów z tytułu uruchomionych gwarancji wyniosła 191 mln RON. Stosując konwencję zawartą w czerwcu 2002 r. pomiędzy Ministerstwem Finansów a AVAS w odniesieniu do przeniesienia długu publicznego, Ministerstwo Finansów przeniosło również na AVAS wszystkie te należności w kolejnych ratach po dokonaniu faktycznych płatności z tytułu gwarancji. AVAS również skonsolidowała te należności w dolarach - w 2006 r. wyniosły one w sumie 60 mln USD.
- (34) W dniu 1 stycznia 2007 r., tj. w dniu przystąpienia Rumunii do UE, całkowity dług Oltchim wobec AVAS wynosił zatem 60 mln USD⁽¹²⁾.

II.3. Wydarzenia po przystąpieniu Rumunii do UE

II.3.1 Kształtowanie się długu

- (35) Od dnia 1 stycznia 2007 r. wszystkich płatności związanych z pożyczkami zewnętrznymi dokonywał Oltchim. Ministerstwo Finansów nie dokonywało już żadnych dodatkowych płatności z tytułu gwarancji państwowych.
- (36) W listopadzie 2007 r. kwotę odwróconej zamiany długu równą 95 mln USD wpisano do ksiąg rachunkowych Oltchim i dodano do kwoty 60 mln USD związanej z dalszymi płatnościami, wskutek czego całkowity dług publiczny wyniósł 155 mln USD (508 mln RON). Ten dług publiczny w wysokości 155 mln USD wyrażony jest w księgach rachunkowych Oltchim w lejach rumuńskich (tj. 508 mln RON). Od tego momentu ten denominowany w dolarach amerykańskich dług jest podawany w księgach rachunkowych Oltchim w lejach

rumuńskich i kwota ta w walucie rumuńskiej pozostała bez zmian, ponieważ w każdym nowym okresie sprawozdawczym spółka podawała w bilansie wartość historyczną w lejach rumuńskich⁽¹³⁾, która zawsze była wyższa niż mająca wówczas zastosowanie wartość, ponieważ z czasem lej rumuński umocnił się w stosunku do dolara amerykańskiego.

- (37) W ramach wyjątku od ogólnej zasady przewidzianej w GEO 51/1998 (zob. motyw (27) powyżej) na podstawie art. 2 ust. 2 rządowego dekretu nadzwyczajnego nr 45/2006 (zwanego dalej „GEO 45/2006”) w 2007 r. AVAS naliczyła za lata 2003–2006 odsetki w kwocie 29,9 mln RON – według jednorocznej stopy LIBOR⁽¹⁴⁾ dla depozytów w dolarach amerykańskich - od należności Oltchim przeniesionych na AVAS przez Ministerstwo Finansów, które to należności były objęte zamianą długu dokonaną w 2003 r.
- (38) W konsekwencji od listopada 2007 r. całkowita kwota długu Oltchim wobec AVAS wynosiła 155 mln USD (508 mln RON) plus 29 mln RON, co daje łączną kwotę 538 mln RON. W dalszej części niniejszej decyzji wspomniany będzie dług wyrażony w lejach rumuńskich, ponieważ zgłoszona zamiana długu jest również denominowana w lejach rumuńskich.
- II.3.2 Druga zamiana długu
- (39) W styczniu 2007 r. ustawą 30/2007 rumuński parlament zatwierdził GEO 45/2006, w którym upoważniono AVAS do odwrócenia pierwszej zamiany długu oraz do przeprowadzenia drugiej zamiany, tym razem z poszanowaniem również praw pierwszeństwa udziałowców mniejszościowych.

- (40) Tej drugiej próbie zamiany długu na udziały w kapitale zakładowym sprzeciwił się jednak nowy główny udziałowiec mniejszościowy, PCC, który odmówił udziału w tej operacji.
- (41) PCC nabył 1,2 % udziałów w Oltchim za kwotę 7,5 mln EUR w maju 2007 r., tj. po uprawomocnieniu się orzeczenia sądu krajowego, w którym unieważniono pierwszą zamianę długu, ponieważ ani Oltchim, ani władze rumuńskie nie odwołały się od tego orzeczenia. Po odwróceniu zamiany długu w księgach rachunkowych spółki udział PCC w wysokości 1,2 % stał się udziałem wynoszącym 12 %⁽¹⁵⁾.

⁽¹³⁾ W dniu 1 lipca 2005 r. nowy lej rumuński (RON) zastąpił starego leja (ROL); 1 RON jest równy 10 000 ROL.

⁽¹⁴⁾ Londyńska międzybankowa stopa procentowa.

⁽¹⁵⁾ W maju 2011 r. PCC nabył na giełdzie dalsze 3,6 % udziałów za kwotę 2,6 mln EUR. W czerwcu 2011 r. PCC SE zawarł sojusz z brytyjskim funduszem inwestycyjnym Carlson Ventures Ltd, który także nabył udziały Oltchim na giełdzie. PCC i Carlson Ventures posiadają obecnie łącznie 32 % udziałów w Oltchim.

⁽¹¹⁾ Rządowy dekret nadzwyczajny nr 45/2006.

⁽¹²⁾ Jak wyjaśniono powyżej w motywie 32, kwotę 95 mln USD wynikającą z odwrócenia zamiany długu wpisano do ksiąg rachunkowych Oltchim dopiero w 2007 r.

- (42) W kwietniu 2008 r. PCC wniósł skargę do Komisji, twierdząc, że zamiana długu wiązała się z pomocą państwa niezgodną z rynkiem wewnętrznym (zob. motyw 2 powyżej).
- (43) W celu zapewnienia zgodności z art. 108 ust. 3 TFUE władze rumuńskie postanowiły przed przeprowadzeniem drugiej zamiany długu uzyskać zatwierdzenie pomocy państwa przez Komisję i zgłosiły przedmiotowy środek.

II.4. Obecna sytuacja Oltchim

- (44) Władze rumuńskie twierdzą, że po odwróceniu w 2006 r. zamiany długu dokonanej w 2003 r. ponownie próbowały sprywatyzować spółkę obciążoną długiem - odpowiednio w latach 2006 i 2008. Według władz rumuńskich żaden inwestor nie był zainteresowany zakupem na takich warunkach.
- (45) Ponadto zdaniem władz rumuńskich od 2008 r. spółka boryka się z następującymi wyzwaniami: (i) wstrzymaniem dostaw najważniejszych surowców od głównego dostawcy, rafinerii Arpechim; (ii) negatywnym wpływem na wartość aktywów netto spółki spowodowanym przywróceniem znaczącego długu po odwróceniu w listopadzie 2007 r. zamiany długu dokonanej w 2003 r., (iii) niedokapitalizowaniem spółki, także wskutek odwrócenia zamiany długu, i wreszcie (iv) skutkami światowego kryzysu finansowego i gospodarczego.
- (46) Za rok obrotowy 2008 Oltchim odnotował stratę z działalności operacyjnej w wysokości 71 mln RON (17 mln EUR), stratę netto w wysokości 226 mln RON (54 mln EUR), a skumulowane straty wyniosły 1,367 mld RON (325 mln EUR). Po zaprzestaniu w listopadzie 2008 r. działalności przez rafinerię Arpechim, głównego dostawcę etylenu, spółka funkcjonowała na poziomie 45 % zdolności produkcyjnej i tymczasowo zwolniono około jednej trzeciej pracowników.
- (47) Pod koniec 2008 r. udziały Oltchim należące do tego czasu do AVAS przeniesiono do portfela Ministerstwa Gospodarki.
- (48) W grudniu 2009 r. Oltchim nabył aktywa (instalację do produkcji etylenu) swojego poprzedniego dostawcy, rafinerii Arpechim, za kwotę [0]–[10] EUR (*) i zapłacił za jego zapasy [10]–[20] mln EUR. Według władz rumuńskich nabycie to zostało sfinansowane z zaliczek wpłaconych przez klientów. Rafineria Arpechim wznowiła działalność w maju 2011 r.
- (49) W dniu 31 grudnia 2009 r. w sprawozdaniu finansowym Oltchim za rok 2009 wykazano stratę z działalności operacyjnej w wysokości 26 mln EUR (109 mln RON), stratę netto w wysokości 52,4 mln EUR (220 mln RON),

skumulowane straty w wysokości 377 mln EUR (1,584 mld RON) oraz ujemne środki własne w kwocie 112 mln EUR (469 mln RON).

- (50) W dniu 31 grudnia 2010 r. w sprawozdaniu finansowym Oltchim wykazano zysk z działalności operacyjnej w wysokości 56 mln EUR, zysk netto w wysokości 32 mln EUR (220 mln RON) i skumulowane straty w wysokości 383 mln EUR. Dodatni wynik operacyjny i netto był spowodowany faktem, że aktywa rafinerii Arpechim nabyte za kwotę [0]–[10] EUR zostały ponownie wycenione na kwotę [80]–[100] mln EUR, a otrzymaną różnicę wpisano do ksiąg rachunkowych jako „zysk z tytułu okazynego nabycia”.
- (51) W dniu 30 czerwca 2011 r. w sześciomiesięcznym sprawozdaniu finansowym⁽¹⁶⁾ Oltchim wykazano stratę z działalności operacyjnej w wysokości 7,4 mln EUR, stratę netto w wysokości 17,4 mln EUR, skumulowane straty w wysokości 401 mln EUR oraz ujemne środki własne w kwocie 358 mln EUR (nie uwzględniając długu wobec AVAS).

III. DECYZJA O WSZCZĘCIU POSTĘPOWANIA

- (52) W dniu 15 września 2009 r. Komisja wszczęła formalne postępowanie wyjaśniające w sprawie dwóch środków pomocy na rzecz Oltchim, zgłoszonych przez Rumunię w lipcu 2009 r.:
- środek 1: zamiany długu o łącznej wartości 538 mln RON (około 128 mln EUR); oraz
 - środek 2: „gwarancji udziałowców” pokrywającej 80 % pożyczki zaciągniętej na warunkach rynkowych w łącznej kwocie 424 mln, przeznaczonej na dalsze inwestycje modernizacyjne. (Pismem z dnia 22 czerwca 2011 r. Rumunia wycofała swoje zgłoszenie w odniesieniu do środka 2).
- (53) Komisja wyraziła wątpliwość, czy wbrew argumentom Rumunii zgłoszony pakiet pomocy zapewnił spółce nienależną korzyść i stanowił pomoc państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE.
- (54) Ponadto w decyzji o wszczęciu postępowania stwierdzono, że fakt, iż od dnia 1 stycznia 2007 r. państwo nie naliczało odsetek i kar w odniesieniu do nieuregulowanego długu publicznego (co określono jako „środek 3”), może stanowić dalszą pomoc państwa.
- (55) Komisja wyraziła wreszcie wątpliwość, czy przedmiotowe środki można uznać za zgodne z TFUE na mocy odnośnych zasad pomocy państwa, jeżeli zostałyby stwierdzone, że wiążą się one z pomocą państwa.

(*) Informacje poufne.

⁽¹⁶⁾ Kwoty zawarte w okresowym sprawozdaniu finansowym z dnia 30 czerwca 2011 r. podano w euro.

IV. UWAGI RUMUNII DOTYCZĄCE DECYZJI O WSZCZĘCIU POSTĘPOWANIA

- (56) W swojej odpowiedzi na decyzję o wszczęciu postępowania władze rumuńskie utrzymywały, że żaden z trzech środków nie stanowi pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE, ponieważ zachowanie państwa rumuńskiego było zgodne z zasadami rynkowymi.
- (57) W szczególności Rumunia twierdziła, że zgłoszone środki (zamiana długu i gwarancja udziałowców) zapewnią przywrócenie rentowności Oltchim poprzez rozwiązanie problemu niedokapitalizowania oraz zapewnienie niezbędnych środków na realizację strategii rozwoju spółki. Ponadto Rumunia podkreśliła, że Komisja musi wziąć pod uwagę podwójną rolę państwa jako udziałowca i wierzyciela Oltchim.
- (58) Ponadto Rumunia utrzymywała, że środek 3 nie stanowi pomocy państwa, ponieważ zachowanie państwa, jeżeli chodzi o nieegzekwowanie wcześniejszego długu, jest ściśle związane z planowaną zamianą długu oraz że w odniesieniu do tego długu władze rumuńskie postępowywały konsekwentnie w sposób zgodny z tym, na co w podobnej sytuacji zdecydowałyby się podmiot gospodarczy.

V. UWAGI ZGŁOSZONE PRZEZ ZAINTERESOWANE STRONY

- (59) W swoich uwagach dotyczących decyzji o wszczęciu postępowania z dnia 26 stycznia 2010 r. Vestolit wyraził zaniepokojenie pakietem pomocy państwa zgłoszonym przez Rumunię w lipcu 2009 r. Vestolit uważa się konkurenta Oltchim, ponieważ oba te przedsiębiorstwa prowadzą działalność w zakresie produkcji polichlorku winylu. Według przedsiębiorstwa Vestolit żaden prywatny inwestor nie poparłby program inwestycyjnego ukierunkowanego wyłącznie na zakup i modernizację przestarzałej instalacji rafinerii Arpechim do produkcji etylenu.
- (60) W piśmie z dnia 21 stycznia 2010 r. Ineos twierdził, że informacje zawarte w decyzji o wszczęciu postępowania wskazują, jakoby Oltchim był przedsiębiorstwem znajdującym się w trudnej sytuacji, a zatem środki pomocy podejmowane przez państwo rumuńskie na jego rzecz prawdopodobnie nie zostałyby podjęte przez prywatnego inwestora. Ineos zwrócił również uwagę na fakt, że europejski rynek polichlorku winylu charakteryzuje się znacznym nadmiarem zdolności produkcyjnych i dlatego każda ewentualna pomoc na rzecz jednego z uczestników tego rynku może powodować znaczące zakłócenie konkurencji.
- (61) Uwagi przedłożone przez Firebird w dniu 28 maja 2010 r. są podobne pod względem treści do uwag przedstawionych przez wyżej wymienione zainteresowane strony.
- (62) Pismem z dnia 28 stycznia 2010 r. inny konkurent Oltchim, anonimowy podmiot I, także zgłosił uwagi podobne do tych przedstawionych przez Vestolit i Ineos. Podkreślił on również, że pomoc operacyjna nie może być uznana za zgodną z TFUE i że wydaje się, iż w przypadku Oltchim nie istnieją inne argumenty przemawiające za zgodnością z rynkiem wewnętrznym.

(63) W piśmie z dnia 27 stycznia 2010 r. anonimowy podmiot II twierdził, że wszystkie środki pomocy określone w decyzji o wszczęciu postępowania stanowią pomoc niezgodną z rynkiem wewnętrznym. Anonimowy podmiot II utrzymywał również, że:

- a) gwarancje państwowe udzielone Oltchim w latach 1995–2000 nadal obowiązywały po przystąpieniu Rumunii do UE, mianowicie miały zastosowanie do dnia 31 października 2009 r., a zatem począwszy od dnia przystąpienia, powinny być traktowane jako nowa pomoc;
- b) trudności, których Oltchim doświadcza od czasu uruchomienia gwarancji państwowych w listopadzie 1999 r., są spowodowane problemami strukturalnymi spółki (nieprawidłowym zarządzaniem, niewłaściwym wyborem strategii biznesowej, brakiem faktycznej i efektywnej restrukturyzacji);
- c) nabycie aktywów rafinerii Arpechim jest sprzeczne z interesem gospodarczym Oltchim, ponieważ nie będzie generowało zysku w przyszłości;
- d) kolejne płatności dokonane przez Ministerstwo Finansów w okresie od czerwca 2002 r. do grudnia 2006 r. z tytułu uruchomionych gwarancji państwowych świadczą o tym, że przez cały ten okres Oltchim znajdował się w trudnej sytuacji;
- e) Rumunia naprawdę próbowała sprywatyzować spółkę tylko raz, w 2001 r., a kolejne „nieudane” próby prywatyzacji w latach 2003 i 2006 stanowiły tylko strategię służącą nieegzekwowaniu długu publicznego;
- f) plan ciągłości działania stanowiący podstawę pakietu pomocy zgłoszonego w lipcu 2009 r. nie był wiarygodny, szczególnie w odniesieniu do analizy wrażliwości i oczekiwanego zwrotu z inwestycji;
- g) wspierając tak szeroko zakrojony program inwestycyjny, państwo poniosłoby znaczną stratę, ponieważ oczekiwane przychody z prywatyzacji Oltchim nie pokryłyby kosztów środków pomocy;
- h) biorąc pod uwagę, że zgłoszone środki wiążą się z pomocą państwa, Rumunia powinna zaproponować plan restrukturyzacji Oltchim, pozwalając na ocenę zgodności pomocy pod kątem wytycznych dotyczących pomocy państwa w celu ratowania i restrukturyzacji zagrożonych przedsiębiorstw⁽¹⁷⁾.

⁽¹⁷⁾ Wytyczne wspólnotowe dotyczące pomocy państwa w celu ratowania i restrukturyzacji zagrożonych przedsiębiorstw (Dz.U. C 244 z 1.10.2004, s. 2).

(64) Na późniejszym etapie postępowania PCC zwrócił uwagę Komisji na fakt, że w czerwcu 2010 r. rumuńska agencja ochrony środowiska nałożyła na Oltchim karę ekologiczną w wysokości 14,34 mln EUR z powodu spóźnionego zwrotu certyfikatów emisji CO₂ za 2009 r.⁽¹⁸⁾. Zdaniem PCC możliwe nieegzekwowanie grzywny wiązało się z dalszą pomocą państwa na rzecz spółki. W piśmie Firebird z dnia 8 lipca 2010 r. także podniesiono kwestię wspomnianej kary ekologicznej.

(65) W październiku 2010 r. i październiku 2011 r. PCC poinformował również Komisję, że państwowy dostawca energii elektrycznej SC Electrica SA (zwany dalej „Electrica”) oraz inni wierzyciele publiczni (Salrom Exploatarea Minieră Rm. Vâlcea, dostawca roztworu soli i wapnia, oraz SC CET Govora SA, dostawca pary przemysłowej) mają znaczne wiarytelności zrestrukturyzowane wobec Oltchim.

VI. UWAGI RUMUNII DOTYCZĄCE UWAG ZAINTERESOWANYCH STRON

(66) W odpowiedzi z dnia 8 kwietnia 2010 r. na uwagi zainteresowanych stron Rumunia w dużej mierze odnosi się do zgłoszenia i swoich wcześniejszych uwag przedstawionych w odpowiedzi na decyzję o wszczęciu postępowania.

(67) W szczególności Rumunia utrzymywała, że wbrew temu, co twierdzi jedna z osób trzecich, nabycie i modernizacja aktywów petrochemicznych rafinerii Arpechim obejmuje wszelką niezbędną restrukturyzację i ma zasadnicze znaczenie dla długoterminowej rentowności przedsiębiorstwa oraz że można spodziewać się, iż działanie zintegrowanej platformy petrochemicznej Oltchim-Arpechim będzie generowało zysk.

(68) Rumunia powtarza również swoje argumenty, jakoby działania podjęte wobec Oltchim w celu wyegzekwowania należności nie przynoszą Oltchim żadnych korzyści. Co więcej, Rumunia podtrzymała również swój zamiar prywatyzacji Oltchim.

VII. WYCOFANIE ZGŁOSZENIA W ODNIESIENIU DO GWARANCJI PAŃSTWA (ŚRODEK 2)

(69) Zgodnie z art. 8 rozporządzenia Rady (WE) nr 659/1999 z dnia 22 marca 1999 r. ustanawiającego szczegółowe zasady stosowania art. 93 Traktatu WE⁽¹⁹⁾ po wszczęciu formalnego postępowania wyjaśniającego państwo członkowskie może wycofać zgłoszenie w pożądanym czasie, zanim Komisja podejmie decyzję, czy zgłoszony środek

ma charakter pomocy państwa. W takim przypadku Komisja zamyka postępowanie decyzją, w której uznaje daną kwestię za nieistotną.

(70) Władze rumuńskie wycofały zgłoszenie w odniesieniu do gwarancji państwowej (pokrywającej 80 % pożyczki do kwoty 424 mln EUR). Jeżeli więc chodzi o środek 2, postępowanie Komisji stało się bezprzedmiotowe.

VIII. STANOWISKO RUMUNII PO WYCOFANIU ŚRODKA 2

VIII.1. Modyfikacja środka 1 – zamiar przeprowadzenia prywatyzacji przez Rumunię

(71) W lutym 2011 r. Rumunia zwróciła się o uruchomienie wspólnego uzupełniającego zapobiegawczego programu pomocy finansowej UE i Międzynarodowego Funduszu Walutowego (zwanego dalej „MFW”) w celu ułatwienia przywrócenia wzrostu gospodarczego w Rumunii przy jednoczesnym skoncentrowaniu się na reformach strukturalnych, poprawie stabilności budżetowej i utrwaleniu stabilności finansowej. W maju 2011 r. Rada podjęła decyzję⁽²⁰⁾ o udzieleniu Rumunii zapobiegawczo średnioterminowej pomocy finansowej w wysokości do 1,4 mld EUR. W marcu 2011 r. MFW zatwierdził nową zapobiegawczą promesę kredytową⁽²¹⁾ dla Rumunii. Na mocy tej umowy MFW udziela Rumunii pomocy finansowej w kwocie 3 090,6 mln SDR (3,5 mld EUR) na następne dwa lata. Dofinansowanie to jest uzależnione od osiągnięcia przez Rumunię szeregu celów w zakresie zmniejszenia deficytu budżetowego, które wyszczególniono w liście intencyjnym przedstawionym przez władze rumuńskie i odzwierciedlono w technicznym protokole ustaleń. Cele wymienione w tym protokole obejmują między innymi zmniejszenie zaległości w płatnościach i strat dla przedsiębiorstw publicznych. W liście intencyjnym i technicznym protokole ustaleń z dnia 2 grudnia 2011 r.⁽²²⁾ Rumunia zobowiązała się ogłosić do końca kwietnia 2012 r. przetarg na prywatyzację Oltchim.

(72) Ogłoszenie przetargu było poprzedzone kilkoma publicznymi oświadczeniami, które władze rumuńskie wydały w 2011 r., ogłaszając, że rząd rumuński zamierza sprywatyzować Oltchim.

(73) Rumunia zadeklarowała również swoje zobowiązanie wobec Komisji dotyczące sprywatyzowania Oltchim. Dokładniej rzecz ujmując, w piśmie z dnia 21 października 2011 r. adresowanym do wiceprzewodniczącego Joaquína Almunii rumuński premier Emil Boc oświadczył, że Rumunia zobowiązuje się do całkowitego sprywatyzowania Oltchim (w tym udziałów objętych zamianą długu) do maja 2012 r. Po powołaniu nowego rządu w Rumunii w dniu 9 lutego 2012 r. nowy premier, Mihai Razvan Ungureanu, potwierdził to zobowiązanie w piśmie z dnia 16 lutego 2012 r.

⁽¹⁸⁾ Zgodnie z decyzją rządową 780/2006 w sprawie wykonania dyrektywy Rady 2003/87/WE operatorzy muszą do dnia 30 kwietnia zwrócić liczbę przydziałów odpowiadającą ilości emisji CO₂ wytworzonych w trakcie poprzedniego roku. Niezwrócenie wspomnianych przydziałów w terminie podlega karze grzywny.

⁽¹⁹⁾ Dz.U. L 83 z 27.3.1999, s. 1.

⁽²⁰⁾ Decyzja Komisji 2011/288/UE (Dz.U. L 132 z 19.5.2011, s. 15).

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

⁽²²⁾ Dostępne pod adresem <http://www.imf.org/external/np/loi/2011/rou/060911.pdf>.

- (74) W świetle swoich ograniczeń budżetowych Rumunia nie zamierza zatem pozostać właścicielem Oltchim i finansować niezbędnych inwestycji poprzez gwarancje państwowe, ale stara się sprzedać swoje udziały w Oltchim.

VIII.2. Rozwój wydarzeń w odniesieniu do środka 3 - umowa dotycząca oprocentowania

- (75) Pismem z dnia 9 września 2011 r. władze rumuńskie poinformowały Komisję, że z dniem 1 stycznia 2007 r. zamierzają rozpocząć naliczanie odsetek od należnego długu wobec AVAS w wysokości 538 mln RON. Rumunia wyjaśniła również, że będzie się to odbywać w ramach umowy zawartej pomiędzy AVAS a Oltchim o zamianie długu, w której spółka uzna należne odsetki. W tym samym piśmie władze rumuńskie poinformowały, że narosłe w ten sposób odsetki również zostaną zamienione na udziały w kapitale zakładowym, wraz z główną

kwotą długu publicznego, zgodnie z tym, co zgłoszono w odniesieniu do środka 1.

- (76) Pismem z dnia 23 grudnia 2011 r. władze rumuńskie przedłożyły kopię umowy prawa prywatnego zawartej w dniu 22 grudnia 2011 r. pomiędzy AVAS a Oltchim, zgodnie z którą spółka uznała narosłe odsetki od długu publicznego od dnia 1 stycznia 2007 r. do 31 grudnia 2011 r. w łącznej kwocie 511 mln RON. Władze rumuńskie wyjaśniły, że odsetki te naliczono narastająco, stosując najwyższe stopy procentowe stosowane przez banki komercyjne w odniesieniu do pożyczek faktycznie udzielonych spółce od dnia 1 stycznia 2007 r. za odsetki od zadłużenia przeterminowanego za odpowiednie okresy oraz wykorzystując obowiązujące stopy referencyjne i dyskontowe Komisji. Takie podejście doprowadziło do następujących obowiązujących stóp procentowych i narosłych odsetek od długu wobec AVAS:

Tabela 1

Zestawienie odsetek naliczonych przez AVAS za lata 2007–2011

	2007	2008	2009	2010	2011
Obowiązująca stopa procentowa	1.1-30.6 -> 11,17 % 1.7-31.12 -> 10,24 %	14,86 %	18,85 %	14,00 %	13,22 %
Kwota odsetek (w zaokrągleniu do mln RON)	58	87	129	114	123

Odsetki ogółem od długu wobec AVAS od 2007 r.: 511 mln RON

- (77) W tej samej korespondencji władze rumuńskie oświadczyły również, że w celu zapewnienia zgodności z proponowanym harmonogramem prywatyzacji mają rozpocząć się przygotowania do zamiany długu wobec AVAS wynoszącego 538 mln RON wraz z narosłymi odsetkami.

VIII.3. Argumenty Rumunii dotyczące zamiaru prywatyzacji

- (78) Jak wyjaśniono powyżej, władze rumuńskie wycofały środek 2 (zob. sekcja VII wyżej). Po wycofaniu zgłoszenia w odniesieniu do gwarancji państwowej władze rumuńskie twierdziły, że obecny środek 1, tj. zamiana na udziały w kapitale zakładowym długu wobec AVAS, w wysokości 538 mln RON wraz z narosłymi odsetkami od tego długu za okres od dnia 1 stycznia 2007 r. do dnia 31 grudnia 2011 r., wynoszące dodatkowo 511 mln RON, nie stanowi pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE. Rumunia argumentowała, że środek ten będzie zgodny z rynkiem wewnętrznym i jako taki nie przyniesie Oltchim żadnej korzyści. Dokładniej rzecz ujmując, władze rumuńskie utrzymywały, że dla wierzyciela, AVAS, korzystniejsza będzie zamiana całego długu na udziały w kapitale zakładowym i szybka sprzedaż całości udziałów w spółce niż egzekwowanie długu, ponieważ wartość rynkowa udziałów AVAS w spółce powstałych po zamianie długu jest wyższa niż kwota, którą AVAS uzyskałaby z likwidacji spółki.

- (79) W celu wykazania, że najlepszą strategią państwa służącą maksymalnemu zwiększeniu rentowności jest dokonanie zamiany długu na udziały w kapitale zakładowym, a następnie szybka sprzedaż połączonych pakietów udziałów, Rumunia przedłożyła sprawozdanie z konsultacji przygotowane przez Raiffeisen Capital & Investment SA (zwane dalej „sprawozdaniem z konsultacji”).

- (80) W sprawozdaniu z konsultacji przeanalizowano wartość wierzycielności AVAS zarówno w przypadku likwidacji, jak i w przypadku scenariusza zakładającego zamianę długu połączoną z prywatyzacją.

- (81) Ocena likwidacji opiera się na dwóch sprawozdaniach dotyczących likwidacji (poprzedniego sprawozdania Raiffeisen dotyczącego likwidacji, sporządzonego w lutym 2011 r., oraz sprawozdania opracowanego przez niezależną firmę konsultingową Romcontrol SA Bucharest, datowanego na marzec 2011 r.). Wynik dla państwa w przypadku scenariusza zakładającego zamianę długu połączoną z prywatyzacją oszacowano na podstawie metody wyceny wartości przedsiębiorstwa, która jest jednym z podstawowych mierników stosowanych w wycenie przedsiębiorstw. (Szczegółowy opis stosowanej metodyki i wyników oceny, jak również jej krytyczna ocena opracowana przez Komisję, znajdują się w sekcji IX.3.3 poniżej).

- (82) W sprawozdaniu stwierdza się, że zamiana całkowitego długu na udziały w kapitale zakładowym pozwoliłaby na łatwiejsze i szybsze przeprowadzenie prywatyzacji spółki oraz że wynik finansowy tego wariantu jest dla AVAS korzystniejszy niż likwidacja spółki.

IX. OCENA

IX.1. Informacje ogólne

- (83) Aby ustalić, czy analizowane środki stanowią pomoc państwa, Komisja musi ocenić, czy spełniają one łącznie warunki określone w art. 107 ust. 1 TFUE. Przepis ten stanowi, że „z zastrzeżeniem innych postanowień przewidzianych w Traktatach, wszelka pomoc przyznawana przez państwo członkowskie lub przy użyciu zasobów państwowych w jakiegokolwiek formie, która zakłóca lub grozi zakłóceniem konkurencji poprzez sprzyjanie niektórym przedsiębiorstwom lub produkcji niektórych towarów, jest niezgodna z rynkiem wewnętrznym w zakresie, w jakim wpływa na wymianę handlową między państwami członkowskimi”.
- (84) Komisja zauważa, że w świetle wycofania zgłoszenia w odniesieniu do środka 2 (zob. sekcja VII wyżej) poniższa ocena dotyczy wyłącznie środków 1 i 3. Środek 1 zmieniono, ponieważ Rumunia powiązała zamianę długu na udziały w kapitale zakładowym z prywatyzacją Oltchim. Ocena tego ostatniego środka przeprowadza się zatem przy założeniu, że udziały w kapitale zakładowym, które AVAS będzie posiadał po zamianie, zostaną natychmiast sprzedane prywatnemu inwestorowi w sprawiedliwym, otwartym i przejrzystym procesie sprzedaży, który ma na celu maksymalne zwiększenie przychodów dla AVAS.
- (85) Ponadto Komisja uważa, że kwestię tego, czy AVAS jako wierzyciel zapewniał Oltchim jakkolwiek nienależną korzyść poprzez sposób, w jaki traktował jego dług po dniu 1 stycznia 2007 r., należy ocenić w kontekście: GEO 51/1998 (zob. motyw powyżej) oraz ustawy 30/2007, na mocy której upoważniono AVAS do ponownego dokonania zamiany długu; zgłoszenia Komisji zamiany długu, którą w decyzji o wszczęciu postępowania określono jako środek 1; oraz zmiany środka 1 w wyniku wątpliwości podniesionych przez Komisję i ograniczeń wynikających z programu UE/MFW.
- (86) Ponadto Komisja zauważa, że zamiar pełnego sprywatyzowania spółki do końca maja 2012 r., zgłoszony przez władze rumuńskie w piśmie z dnia 21 października 2011 r. i potwierdzony w piśmie premiera Ungureanu z dnia 16 lutego 2012 r., uznaje się za integralną część środka 1.
- (87) W odniesieniu do kary ekologicznej oraz wymagalnych długów spółki wobec Electrica SA, Salrom Exploatarea Mineră Rm. Vâlcea i SC CET Govora SA Komisja zwraca uwagę, że te domniemane środki nie były częścią decyzji o wszczęciu postępowania. Nie mogą zatem stanowić części niniejszej decyzji. Na podstawie art. 10 rozporządzenia (WE) nr 659/1999 Komisja w odpowiednim

czasie poinformuje skarżącego o dalszym toku postępowania w odniesieniu do tych zarzutów.

IX.2. Kompetencje Komisji przed przystąpieniem Rumunii do UE

- (88) Jak wspomniano w sekcji V powyżej, anonimowy podmiot II twierdził, że niektóre gwarancje państwowe udzielone Oltchim w latach 1995–2000 obowiązywały nadal po przystąpieniu Rumunii do UE, mianowicie miały zastosowanie do dnia 31 października 2009 r., a zatem poczynszy od dnia przystąpienia powinny być traktowane jako nowa pomoc. Komisja musi zatem ocenić zasadność tego argumentu i jego potencjalne konsekwencje dla oceny zgłoszonego środka.
- (89) Co do zasady art. 107 ust. 1 TFUE ma zastosowanie dopiero od dnia przystąpienia. Wyjątek od tej zasady ogólnej stanowią środki, które wprowadzono w życie przed dniem przystąpienia i które nadal mają zastosowanie po przystąpieniu. Na mocy traktatu o przystąpieniu pomiędzy Rumunią a UE z 2005 r. ⁽²³⁾ środki wdrożone w Rumunii przed dniem przystąpienia, które nadal mają zastosowanie po tym dniu (1 stycznia 2007 r.) i które mogą stanowić pomoc państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE oraz nie kwalifikują się jako istniejąca pomoc dla celów rozporządzenia (WE) nr 659/1999 ⁽²⁴⁾, należy do celów stosowania art. 108 ust. 3 TFUE uznać za potencjalną nową pomoc, poczynszy od dnia przystąpienia.
- (90) Punkt 2.1. akapit drugi załącznika V do traktatu o przystąpieniu Bułgarii i Rumunii do UE z 2005 r. ⁽²⁵⁾ stanowi na podstawie art. 22 tego samego traktatu o przystąpieniu, że „wszystkie środki mające nadal zastosowanie po dniu przystąpienia, które stanowią pomoc państwa i które nie spełniają określonych powyżej warunków, uznaje się w dniu przystąpienia za nową pomoc państwa do celów stosowania artykułu 88 ustęp 3 Traktatu WE”.
- (91) Wspomniany przepis obejmuje zatem środki wprowadzone w życie przed dniem przystąpienia (1 stycznia 2007 r.), które nadal mają zastosowanie po tym dniu. Pojęcie „zastosowanie po dniu przystąpienia” zdefiniowano w szeregu decyzji Komisji ⁽²⁶⁾ jako obejmujące programy i poszczególne środki, które albo nie są ograniczone w czasie, albo dotyczą przypadków, w których dokładny zakres odpowiedzialności państwa nie jest ściśle określony - innymi słowy, w przypadku gdy dokładny poziom zaangażowania państwa nadal nie jest znany w dniu przystąpienia. W świetle powyższych rozważań należy ustalić, czy gwarancje państwowe udzielone na rzecz Oltchim w latach 1995–2000 miały

⁽²³⁾ Dz.U. L 157 z 21.6.2005, s. 268.

⁽²⁴⁾ Dz.U. L 83 z 27.3.1999, s. 1.

⁽²⁵⁾ Dz.U. L 157 z 21.6.2005, s. 268.

⁽²⁶⁾ Zob. np. decyzja Komisji z 24.4.2007 w sprawie E 12/2005 dotyczącej nieograniczonej gwarancji dla Poczty Polskiej, Dz.U. C 284 z 27.11.2007, s. 2, decyzja Komisji z 18.7.2007 w sprawie C 27/2004 Agrobanka, Dz.U. L 67 z 11.3.2008, s. 3, decyzja Komisji z 28.1.2004 w sprawie CZ 14/2003 Česka Spořitelna, a.s., Dz.U. C 195 z 31.7.2004, s. 2 oraz decyzja Komisji z 3.3.2004 w sprawie CZ 58/2003 Evrobanka, a.s., Dz.U. C 115 z 30.4.2004, s. 40.

„zastosowanie po dniu przystąpienia” w sensie, który określono w ramach wyżej wspomnianej praktyki. W tym celu trzeba sprawdzić, czy doszło do sytuacji, w której albo gwarancje państwowe nie były ograniczone w czasie, albo przed dniem przystąpienia nie znano dokładnego poziomu zaangażowania państwa.

- (92) Po zbadaniu warunków, na jakich udzielono gwarancji państwowych, Komisja zauważa, że stanowiły one odrębne i indywidualne środki jednorazowe, na mocy których państwo zabezpieczało spółkę przy zaciąganiu konkretnych pożyczek w określonej wysokości i na określony czas. Termin ważności gwarancji ustalono w momencie ich udzielenia, ponieważ w gwarancjach przewidziano okres ważności trwający do dnia wygaśnięcia pożyczek bazowych, którą to datę precyzyjnie określono w umowach pożyczek. Ten okres ważności nie uległ później zmianie. Z dniem przystąpienia okres ważności gwarancji był zatem rzeczywiście ograniczony i został on ustalony przed przystąpieniem, a mianowicie przy zawarciu umowy pożyczki. Komisja musi zatem wziąć pod uwagę to, że pierwsza z sytuacji, w których dany środek kwalifikowałby się jako „nowa pomoc” od dnia przystąpienia, mianowicie jego brak ograniczenia w czasie z dniem przystąpienia, nie ma zastosowania w przedmiotowym przypadku.
- (93) Po drugie maksymalny zakres odpowiedzialności państwa był określony w momencie udzielania gwarancji, gdyż gwarancje obejmują tylko konkretne pożyczki, w odniesieniu do których zostały udzielone. Należy zatem również stwierdzić, że drugi przypadek, tj. „zastosowanie po dniu przystąpienia”, czyli nieznaną poziom zaangażowania państwa od dnia przystąpienia, nie ma zastosowania.
- (94) Ponadto Komisja zauważa również, że gwarancje państwowe uruchomiono przed dniem przystąpienia. Od daty ich uruchomienia państwo stało się odpowiedzialne za spłatę pozostającej kwoty pożyczek, które zaciągnięto przy pomocy tych gwarancji, i faktycznie wstąpiło w prawa do zobowiązań spółki w odniesieniu do spłaty przedmiotowych pożyczek, stając się tym samym wierzycielem Oltchim w stosunku do kwot wypłacanych z tytułu gwarancji. Jak wspomniano w sekcji II.2 powyżej, płatności z tytułu uruchomionych gwarancji dokonywano do 2006 r. Od dnia przystąpienia nie dokonywano żadnych dalszych płatności z tytułu gwarancji, ponieważ Oltchim był w stanie obsłużyć pozostającą część pożyczek.
- (95) Należy zatem stwierdzić, że gwarancji państwowych udzielonych Oltchim w latach 1995–2000 nie można zakwalifikować jako nowej pomocy w rozumieniu pkt 2.1. akapit drugi załącznika V do traktatu o przystąpieniu Bułgarii i Rumunii do UE z 2005 r.

IX.3. Istnienie pomocy: korzyść

IX.3.1 Test prywatnego wierzyciela

- (96) Rumunia twierdzi, że zgłoszony środek polegający na zamianie długu publicznego w wysokości 1 049 mln

RON na udziały w kapitale zakładowym w celu natychmiastowej sprzedaży całego powstałego w ten sposób pakietu udziałów publicznych (do końca maja 2012 r.) nie przynosi spółce nienależnej korzyści, ponieważ każdy prywatny wierzyciel w sytuacji podobnej do tej, w której znajduje się AVAS jako wierzyciel publiczny, wybrałby tę metodę odzyskania długu zamiast likwidacji spółki, która jest finansowo mniej korzystna dla wierzyciela publicznego.

- (97) Aby ustalić, czy zgłoszony środek przynosi Oltchim nienależną korzyść, Komisja powinna ocenić, czy AVAS jako wierzyciel publiczny dążył do odzyskania długu publicznego z taką samą starannością, jak wierzyciel prywatny dążący do odzyskania jak największej części należnego mu długu⁽²⁷⁾. W tej perspektywie uwzględnia się fakt, że w związku z przeniesieniem długu publicznego na AVAS odzyskaniem długu zajmuje się instytucja, która nie ma innej relacji ze spółką niż relacja wierzyciel-dłużnik. W ramach tej oceny nie pomija się faktu, że Ministerstwo Gospodarki jest publicznym udziałowcem Oltchim, uwzględnia się natomiast to, że udziałowiec publiczny nie ma do odegrania żadnej roli w odzyskiwaniu długu publicznego, które to zadanie powierzono wierzycielowi, tj. AVAS. Komisja zauważa jednak, że należy również ocenić skutki zamiany długu, a następnie prywatyzacji, dla obecnego udziałowca, tj. Ministerstwa Gospodarki, aby wywnioskować, czy proponowana prywatyzacja poprzedzona zamianą długu jest dla państwa lepszym rozwiązaniem finansowym niż całkowita likwidacja spółki.

IX.3.2 Odzyskanie długu publicznego – ocena środka 3

- (98) W decyzji o wszczęciu postępowania Komisja uznała, że dodatkowy element pomocy państwa może wynikać z faktu, że po przystąpieniu Rumunii do UE państwo nie naliczało żadnych odsetek ani kar za opóźnienia w płatnościach w odniesieniu do zaległego długu publicznego Oltchim. Przedmiotowy dług publiczny wynikał z uruchomienia gwarancji państwowych (zob. opis powyżej w motywach 23-27 i ocena gwarancji państwowych w motywach 88-95). W decyzji o wszczęciu postępowania Komisja uznała, że nienaliczanie odsetek i nieegzekwowanie długu publicznego przyniosło Oltchim korzyść, ponieważ spółka ta korzystała z kapitału nieodpłatnie.
- (99) Aby ustalić, czy Rumunia zachowała się jak wierzyciel prywatny w odniesieniu do niespłaconego długu wynikającego z uruchomienia gwarancji państwowych, konieczne jest dokonanie oceny zachowania państwa rumuńskiego w okresie od 2007 r. do chwili obecnej w oparciu o informacje dostępne władzom rumuńskim w odpowiednich momentach.

⁽²⁷⁾ Zob. sprawa C-342/96 *Hiszpania przeciwko Komisji (Tubacex)*, [1999] Rec. s. I-2459, pkt 46, sprawa T-152/99 *HAMSA przeciwko Komisji*, [2002] Rec. s. II-3049, pkt 167.

- (100) Komisja przede wszystkim zwraca uwagę, że fakt nienaliczania odsetek i kar począwszy od 2007 r. aż do momentu zmiany zgłoszenia dotyczącego środka 1 wynika z GEO 51/1998 (zob. motyw (27)). Fakt ten należy również rozpatrywać w kontekście ustawy 30/2007, na mocy której upoważniono AVAS do ponownego dokonania zamiany długu. W tym okresie władze rumuńskie rozważały kontynuację działalności Oltchim i planowały dalsze inwestycje, a nie likwidację tej spółki.
- (101) Komisja musi zatem ustalić przede wszystkim, czy Rumunia, decydując się w 2007 r. na zamianę długu na udziały w kapitale zakładowym, zamiast dążyć do egzekwowania długu lub likwidacji spółki, zachowała się jak wierzyciel prywatny. W tym względzie Komisja zauważa, że od czasu pierwszej (nieudanej) próby zamiany długu w 2003 r. Rumunia realizowała strategię zamiany długu na udziały w kapitale zakładowym, dążąc do kontynuacji działalności Oltchim. Zachowanie władz rumuńskich w tej kwestii było więc zgodne z ich wcześniejszym zachowaniem. Reakcje rynku na wcześniejsze próby prywatyzacji oraz powodztwa wnoszone przez udziałowców mniejszościowych wskazywały na wiarę rynku w zasadniczą rentowność działalności Oltchim.
- (102) Ponadto Komisja zauważa, że Rumunia dysponowała także planem operacyjnym⁽²⁸⁾ dla Oltchim, co wskazuje na rentowność spółki.
- (103) W świetle tych elementów Komisja uważa, że decyzja podjęta przez Rumunię jako wierzyciela, dotycząca zamiany długu na udziały w kapitale zakładowym i przyjęcia w tym celu ustawy, w której nie przewidziano naliczania odsetek i kar od niespłaconego długu, nie była nieuzasadniona, ponieważ dług i tak miał zostać zamieniony na udziały w kapitale zakładowym.
- (104) Analiza ta nie pozostaje w sprzeczności z faktem, że przed zamianą długu na udziały w kapitale zakładowym Rumunia zabiegała o zatwierdzenie pomocy państwa. Co więcej, postępując w ten sposób, Rumunia jedynie wypełniała swoje obowiązki wynikające z art. 108 ust. 3 TFUE. Biorąc pod uwagę trudności, jakie Rumunia napotykała wcześniej w związku z udziałowcami mniejszościowymi i jakich doświadczała nadal w związku ze stosowaniem ustawy nr 30/2007, dążenie do uzyskania potwierdzenia Komisji, że planowana operacja nie stanowi pomocy państwa, było całkowicie zrozumiałe.
- (105) Z powodu oceny pomocy państwa oraz zastosowania klauzuli zawieszającej zamiana długu na udziały w kapitale zakładowym opóźniła się ostatecznie o pięć lat.
- (106) W tym względzie Komisja przede wszystkim zwraca uwagę na fakt, że do połowy 2011 r. Rumunia miała stanowczy zamiar realizować ekspansywną strategię inwestycyjną w odniesieniu do Oltchim, która to strategia była przedmiotem wielu ekspertyz⁽²⁹⁾. Jednoczesne naliczanie odsetek od wymagalnego długu publicznego byłoby sprzeczne ze strategią państwa, która polegała na przeprowadzaniu dalszych inwestycji w celu przywrócenia rentowności spółki i zwiększenia jej wartości w celu prywatyzacji w perspektywie średnio- lub długoterminowej.
- (107) W związku z wątpliwościami Komisji co do ekspansywnej strategii inwestycyjnej wyrażonymi w decyzji o wszczęciu postępowania oraz, co ważniejsze, z powodu problemów budżetowych i programu UE/MFW Rumunia w 2011 r. zmieniła swoją strategię i postanowiła sprywatyzować spółkę natychmiast po zamianie długu na udziały w kapitale zakładowym. Tym samym Rumunia zrezygnowała z pierwotnych planów dotyczących przeprowadzenia przed prywatyzacją dalszych inwestycji w wysokości 424 mln EUR.
- (108) W nowym kontekście naliczanie odsetek od tego długu stało się dla państwa rozsądną strategią służącą odzyskaniu jak największej części należnego mu długu.
- (109) Jak wspomniano w motywach 75-77 powyżej, w odniesieniu do długu publicznego za okres począwszy od dnia 1 stycznia 2007 r. naliczono narastająco dalsze odsetki na mocy umowy prawa prywatnego zawartej w grudniu 2011 r. pomiędzy Oltchim a AVAS. Stopy procentowe, które zastosowano do długu publicznego, odpowiadały tym wartościom, które były wyższe: stopom referencyjnym Komisji odpowiednim dla każdego okresu lub stopom procentowym w odniesieniu do prywatnych pożyczek zaciągniętych przez spółkę, stosowanym w tym samym okresie, który można uznać za odpowiedni.
- (110) Na podstawie powyższych rozważań Komisja stwierdza, że Oltchim nie czerpał korzyści z tego, w jaki sposób organy publiczne po przystąpieniu Rumunii do UE dążyły do odzyskania długu publicznego, który ma teraz zostać zamieniony na udziały w kapitale zakładowym.

IX.3.3 Zamiana długu – środek 1

- (110) Komisja musi również ocenić, czy środek 1, polegający na (po zmianie zgłoszenia – zob. motyw 14-16, 69-70 i 75-77 powyżej) zamianie długu publicznego w całkowitej wysokości 1 049 mln RON na udziały w kapitale zakładowym, a wkrótce potem sprzedaży całego powstałego w ten sposób pakietu udziałów publicznych (prywatyzacja), przynosi Oltchim jakkolwiek nienależną

⁽²⁸⁾ Istniał w szczególności plan operacyjny przygotowany przez zarząd Oltchim na lata 2006–2010, a także niezależna opinia doradcza Raiffeisen z maja 2007 r. i techniczne sprawozdanie konsultacyjne Techno Orbichem z maja 2007 r.

⁽²⁹⁾ Np. plan operacyjny zgłoszony Komisji w dniu 17 lipca 2009 r. i badanie przygotowane przez Roland Berger z dnia 13 kwietnia 2011 r., przedłożone Komisji przez władze rumuńskie w dniu 14 kwietnia 2011 r.

korzyść. Całkowity dług publiczny, który ma zostać zamieniony na udziały w kapitale zakładowym, obejmuje główny dług publiczny wobec agencji prywatyzacyjnej AVAS w wysokości 538 mln RON oraz odsetki narosłe od tego długu za okres od dnia 1 stycznia 2007 r. do dnia 31 grudnia 2011 r. wynoszące 511 mln RON.

- (111) Aby ocenić, czy proponowana zamiana długu wiąże się z jakąkolwiek nienależną korzyścią dla Oltchim, należy ustalić, czy zamiana długu jest rzeczywiście najlepszym mechanizmem odzyskania jak największej części długu publicznego, jak twierdzi Rumunia. W praktyce Komisja musi ustalić, czy hipotetyczny wierzyciel prywatny w sytuacji porównywalnej z tą, w której znajduje się agencja prywatyzacyjna AVAS, będąca wierzycielem Oltchim, faktycznie przedkładałby ten mechanizm odzyskania długu nad inne dostępne rozwiązania służące odzyskaniu długu, biorąc pod uwagę fakt, że dłużnik doświadcza poważnych trudności finansowych. Ministerstwo Gospodarki, obecny udziałowiec Oltchim, nie ma do odegrania żadnej roli w odniesieniu do odzyskania długu publicznego, niemniej w poniższej analizie uwzględnia się także rezultaty dwóch możliwych scenariuszy dla udziałowca publicznego.
- (112) Rumunia twierdzi, że zważywszy na obecną sytuację spółki (poważne niedokapitalizowanie i nadmierne zadłużenie), jedyne realistyczne warianty dostępne dla wierzyciela prywatnego w sytuacji porównywalnej z tą, w której znajduje się AVAS jako wierzyciel publiczny, to albo (i) likwidacja spółki, albo (ii) zamiana długu na udziały w kapitale zakładowym, a następnie sprzedaż całego powstałego w ten sposób pakietu udziałów w spółce. Mając taki wybór, każdy wierzyciel prywatny wolałby rozwiązanie, które służy odzyskaniu jak największej części wymagalnego długu. Innymi słowy, wierzyciel wybrałby wariant „prywatyzacji poprzedzonej zamianą długu”, gdyby oczekiwany zwrot z prywatyzacji przewyższał kwotę, którą można byłoby odzyskać w drodze likwidacji.
- (113) Aby wykazać, że zamiana długu, a następnie sprzedaż powstałego pakietu udziałów przyniesie wierzycielowi większy dochód niż likwidacja, Rumunia przedłożyła sprawozdanie niezależnej firmy konsultingowej (zob. motywy 78-82 powyżej), w którym porównuje się skutki obu tych scenariuszy dla wierzyciela, tj. odpowiednio prywatyzacji poprzedzonej zamianą długu oraz likwidacji.
- (114) Komisja poddała to sprawozdanie krytycznej ocenie, aby sprawdzić, czy jego wyniki potwierdzą się w przypadku dogłębnej kontroli i rzeczywiście wykazują, że zamieniając dług na udziały w kapitale zakładowym, AVAS zachowuje się jak wierzyciel prywatny. Po przeprowadzeniu kontroli tego sprawozdania Komisja zwraca uwagę na następujące kwestie:
- (115) **Wartość wierzytelności AVAS w przypadku scenariusza zakładającego likwidację:** ocena likwidacji opiera się na poprzednim sprawozdaniu Raiffeisen dotyczącym

likwidacji, które sporządzono w lutym 2011 r., oraz na sprawozdaniu opracowanym przez niezależną firmę konsultingową Romcontrol SA Bucharest, datowanym na marzec 2011 r.).

- (116) Zgodnie z prawem rumuńskim spółki, w których państwo posiada pakiet co najmniej 50 % + 1 udziałów, są likwidowane w ramach tzw. „specjalnego dobrowolnego postępowania likwidacyjnego” ustanowionego na mocy rządowego dekretu nadzwyczajnego 88/1997, decyzji rządu 577/2002 i ustawy 137/2002. Zgodnie z zasadami tego specjalnego dobrowolnego postępowania likwidacyjnego kwota uzyskana przez likwidatora ze sprzedaży aktywów spółki ma być wykorzystana na pokrycie niespłaconych długów spółki w kolejności ustanowionej w ustawie 85/2006 (rumuńskie prawo dotyczące niewypłacalności). Dochody z likwidacji należy zatem wykorzystać na pokrycie długów w następującej kolejności: 1) koszty likwidacji; 2) należne wynagrodzenie; 3) dług uprzywilejowany (tj. dług zabezpieczony zastawem, hipoteką i innymi specjalnymi przywilejami); 4) dług budżetowy (podatki i inne zobowiązania podatkowe); 5) dług wobec Ministerstwa Finansów wynikający z uruchomionych gwarancji państwowych; 6) dług wynikający z pożyczek publicznych; 7) dług zwykły (niezabezpieczony); 8) udziałowcy. W przedmiotowym przypadku AVAS zaliczałaby się do trzeciej kategorii wierzycieli (wierzyciele uprzywilejowani), lecz znajdowałaby się w dalszej kolejności w stosunku do kilku (prywatnych) uprzywilejowanych wierzycieli Oltchim, ponieważ dług publiczny był tylko częściowo zabezpieczony.
- (117) Firma konsultingowa Romcontrol oszacowała wartość likwidacyjną aktywów Oltchim na dzień 15 grudnia 2010 r. w oparciu o metodę skorygowanej wartości aktywów netto, w której bierze się pod uwagę ograniczony czas ekspozycji na rynku aktywów wystawionych na sprzedaż⁽³⁰⁾.
- (118) Na podstawie wyników wartości likwidacyjnej aktywów oszacowanej przez Romcontrol Raiffeisen oszacował wynik dla AVAS jako wierzyciela oraz dla państwa jako udziałowca, uwzględniając zobowiązania spółki na dzień 31 grudnia 2010 r. i jej wstępne sprawozdanie finansowe z tą samą datą („badanie Raiffeisen dotyczące likwidacji z lutego 2011 r.”). W badaniu tym oceniono, że dochody uzyskane ze sprzedaży aktywów Oltchim pozwoliłyby na odzyskanie ok. [20]-[30] % łącznych zobowiązań spółki. Wierzyciel, AVAS, jako wierzyciel częściowo objęty gwarancjami, odzyskałby kwotę około [80]-[100] mln RON (co stanowi [10]-[30] % wierzytelności ogółem, które wynosiły wówczas 538 mln RON). Biorąc pod uwagę negatywną wartość różnicy między przychodami z likwidacji a zobowiązaniami spółki, państwo jako udziałowiec nie otrzymałoby niczego.
- (119) W październiku 2011 r. Raiffeisen uaktualnił szacunki z badania dotyczącego likwidacji z lutego 2011 r., aby uwzględnić dane finansowe spółki z dnia 30 czerwca 2011 r. oraz odsetki naliczane od długu publicznego począwszy od stycznia 2007 r.

⁽³⁰⁾ Oszacowano, że specjalne dobrowolne postępowanie likwidacyjne potrwa około 18 miesięcy.

(120) Zgodnie z uaktualnionymi szacunkami AVAS, będąc wierzycielem Oltchim częściowo objętym gwarancjami, odzyskałby kwotę [100]–[120] mln RON z całkowitego należnego mu długu spółki (co stanowi [10]–[20] %⁽³¹⁾ wierzycelności ogółem, tj. głównego długu w wysokości 538 mln RON plus odsetki). W tym przypadku Ministerstwo Gospodarki, udziałowiec publiczny, ponownie nie odzyskałoby żadnej kwoty. Sumę, którą uzyskałby AVAS, dyskontowano⁽³²⁾ następnie do jej bieżącej wartości na dzień 30 czerwca 2011 r. W rezultacie w przypadku likwidacji spółki AVAS wyegzekwowałoby kwotę [10]–[40] mln EUR.

Tabela 2

Ściąganie wierzycelności państwa w przypadku likwidacji

	Wierzycelności (w mln EUR)	Odzyskana kwota ogółem (w mln EUR)	Wartość bieżąca netto odzyskanej kwoty przy 10,7 % (w mln EUR)
AVAS (wierzyciel)	209,4	[20]–[30]	[10]–[30]
Ministerstwo Gospodarki (udziałowiec)	Udziały w spółce	[0]–[10]	[0]–[10]
Państwo ogółem		[20]–[30]	[10]–[30]

(121) Kwotę tę trzeba następnie porównać z oczekiwanym zwrotem z prywatyzacji spółki poprzedzonej zamianą wierzycelności AVAS na udziały w kapitale zakładowym.

(122) **Wartość wierzycelności AVAS w przypadku scenariusza zakładającego zamianę długu połączoną z prywatyzacją:** w sprawozdaniu wynik dla państwa w przypadku scenariusza zakładającego zamianę długu połączoną z prywatyzacją oszacowano na podstawie metody wyceny wartości przedsiębiorstwa, która jest jednym z podstawowych mierników stosowanych w wycenie przedsiębiorstw.

(123) W odniesieniu do stosowania tej metody Komisja zauważa, że zasadniczo istnieje kilka metod szacowania wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa.

(124) Jedną z często stosowanych metod jest metoda mnożnika EBITDA (zysk przed potrąceniem odsetek, podatków, deprecjacji i amortyzacji). Pozwala ona ocenić

wartość kapitału zakładowego przedsiębiorstwa za rok X poprzez pomnożenie kwoty EBITDA z tego roku X przez liczbę (mnożnik) uznawaną za właściwą dla danego sektora, przy czym dług netto odejmuje się od wyniku.

(125) Inną metodą jest analiza zdyskontowanych przepływów środków pieniężnych. Nominalna wartość dostępnych przepływów środków pieniężnych przedsiębiorstwa w przyszłych latach jest dyskontowana według średniego ważonego kosztu wartości kapitału, tj. WACC⁽³³⁾, a dług netto jest odejmowany od otrzymanej wartości.

(126) Trzecią metodą jest metoda mnożnika obrotu. Pozwala ona ocenić wartość kapitału zakładowego przedsiębiorstwa za rok X poprzez pomnożenie obrotu z tego roku X przez liczbę (mnożnik) uznawaną za właściwą dla danego sektora, przy czym dług netto odejmuje się od wyniku.

(127) We wszystkich tych metodach (odnoszących się do przyszłej wartości EBITDA, przepływu środków pieniężnych lub obrotu) wykorzystuje się wartości prognozowane. W przedmiotowym przypadku nie wszystkie metody szacowania, które są oparte na wartościach prognozowanych w planie operacyjnym, można zastosować w sposób znaczący. Biorąc pod uwagę przewidywaną natychmiastową prywatyzację spółki, tylko nowy właściciel będzie w stanie określić przyszłą strategię działalności spółki, dlatego też odpowiednie prognozy dotyczące planu operacyjnego, niezbędne do korzystania z tych metod, nie są dostępne ani nie można ich przewidzieć⁽³⁴⁾. Do opracowania prognoz nie można wykorzystać też wcześniejszych wyników spółki, ponieważ nowy właściciel będzie musiał przeprowadzić znaczące inwestycje.

(128) W tych okolicznościach Komisja uważa, że do celów oszacowania wartości połączonego pakietu udziałów państwa rumuńskiego, tj. udziałów należących do AVAS i Ministerstwa Gospodarki, odpowiednie są tylko dwie metody - kapitalizacja rynkowa i wycena wartości przedsiębiorstwa. Należy zauważyć, że w metoda wyceny wartości przedsiębiorstwa obejmuje także parametry wykorzystywane w metodzie kapitalizacji rynkowej.

(129) Kapitalizację rynkową definiuje się jako cenę jednego udziału pomnożoną przez liczbę wyemitowanych udziałów, co daje całkowitą wartość udziałów spółki w obrocie. Miernik ten odzwierciedla konsensus publiczny w kwestii wartości kapitału zakładowego spółki i może być stosowany jako wskaźnik zastępczy opinii publicznej na temat wartości spółki netto.

⁽³¹⁾ Stopa odzysku równa [10]–[20] % jest niższa niż poprzednio obliczona stopa, tj. [15]–[25] %, ponieważ w międzyczasie uwzględniono również dodatkowe odsetki naliczone przez AVAS, które stanowią dług niezabezpieczony.

⁽³²⁾ Dyskontowano ją do wartości na dzień 30 czerwca 2011 r. przy stopie dyskontowej równej 10,7 % i wartości WACC (średni ważony koszt kapitału) określonej przez firmę konsultingową Roland Berger w badaniu z dnia 13 kwietnia 2011 r., przedłożonym Komisji przez władze rumuńskie w dniu 14 kwietnia 2011 r.

⁽³³⁾ Zob. przypis 32

⁽³⁴⁾ Chociaż w pierwotnym zgłoszeniu Rumunia przedstawiła plan operacyjny, zawarte w nim prognozy finansowe były oparte na szeroko zakrojonych inwestycjach w kwocie 424 mln EUR, a zatem takich prognoz nie można wykorzystać w obecnej sytuacji, gdy państwo zrezygnowało z dalszych planów inwestycyjnych.

- (130) Kapitalizację rynkową Oltchim obliczono na podstawie ceny udziału obserwowanej na giełdzie papierów wartościowych w Bukareszcie⁽³⁵⁾ w ciągu 44 miesięcy (od 2008 r. do sierpnia 2011 r.). Wspomniany przedział jest wystarczająco długi, aby był istotny, a kapitalizacja rynkowa w tym okresie jest również dobrym wskaźnikiem ceny, jaką rynek jest gotów zapłacić za spółkę.
- (131) W tym kontekście Komisja zwraca uwagę na aspekt pozytywny, a mianowicie fakt, że w ostatnim okresie od maja do sierpnia 2011 r. cena udziału była zawsze wyższa niż jej średnia z 44 miesięcy. Dokładniej rzecz ujmując, podczas gdy średnia ważona z 44 miesięcy wynosi 0,53 RON za udział, w lipcu 2011 r. cena udziału osiągała nawet 2,05 RON⁽³⁶⁾. Dane wykorzystane do ustalenia wartości rynkowej można zatem uznać za ostrożne.
- (132) Ponadto, jeżeli chodzi o zmiany cen udziału od września 2011 r. (ostatni zakres danych wykorzystany w badaniu Raiffeisen), Komisja zwraca uwagę na pozytywny aspekt, mianowicie że stosunkowo niedawno (od połowy października 2011 r.) cena udziału znacząco wzrosła i utrzymywała się na poziomie powyżej średniej ważonej równej 0,53 RON, którą wykorzystano we wzorze na obliczenie kapitalizacji rynkowej.

Rysunek 1

Zmiany ceny udziału w Oltchim obserwowane na giełdzie papierów wartościowych w Bukareszcie w okresie 23/02/2011-23/02/2012



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

- (133) Przed planowaną zamianą długu średnia ważona kapitalizacji rynkowej Oltchim w okresie obserwacji (od stycznia 2008 r. do sierpnia 2011 r.) wynosiła 45 mln

⁽³⁵⁾ Odsetek udziałów notowanych w tym okresie wynosił od 0,01 % do 13,45 % łącznej liczby udziałów miesięcznie.

⁽³⁶⁾ W okresie od lutego 2011 r. do lutego 2012 r. najwyższa cena w 52. tygodniu osiągnęła nawet 2,21 RON za udział.

EUR⁽³⁷⁾, a w ciągu ostatnich trzech miesięcy okresu obserwacji (od czerwca do sierpnia 2011 r.) utrzymywała się na poziomie powyżej 100 mln EUR. Kapitalizacja rynkowa wyraźnie przekracza zatem wartość likwidacyjną Oltchim ([10]–[40] mln EUR), co stanowi pierwszą wskazówkę, że sprzedaż pakietu udziałów państwa w ramach prywatyzacji byłaby korzystniejsza niż likwidacja spółki.

- (134) Drugą metodą, którą może zastosować, jest metoda wyceny wartości przedsiębiorstwa. Wartość przedsiębiorstwa jest miarą wartości spółki, której często używa się jako alternatywy dla bezpośredniej kapitalizacji rynkowej, ponieważ uważa się, aby bardziej precyzyjnie odzwierciedlała ona wartość przedsiębiorstwa. Wartość przedsiębiorstwa definiuje się jako sumę kapitalizacji rynkowej spółki i jej długu finansowego netto. Metodę tę zastosował Raiffeisen Capital.
- (135) Po obliczeniu kapitalizacji rynkowej inny element wzoru służącego do obliczania wartości przedsiębiorstwa, tj. wartość długu netto, obliczono jako sumę wszystkich zobowiązań finansowych spółki (wszystkich oprocentowanych zobowiązań zaciągniętych przez spółkę, mianowicie pożyczek bankowych i zaległych/zrestrukturyzowanych zobowiązań)⁽³⁸⁾.
- (136) Kolejnym możliwym krokiem jest następnie obliczenie mediany, średniej i średniej ważonej wartości przedsiębiorstwa i stosunku wartości przedsiębiorstwa do ceny udziału w okresie 44 miesięcy. W przedmiotowym sprawozdaniu uczyniono to w odniesieniu do dwóch scenariuszy: z naliczonymi odsetkami od długu na podstawie umowy oraz bez odsetek.

- (137) W tym względzie Komisja stoi na stanowisku, że odsetek naliczanych na podstawie umowy nie należy uwzględniać przy obliczaniu wartości przedsiębiorstwa z następujących powodów: jeśli dług rośnie, kapitał zakładowy maleje, przy założeniu, że pozostałe warunki pozostają niezmiennione. Te dwa skutki przyjmują rozbieżne kierunki i zasadniczo nie powinny spowodować żadnych zmian w wartości przedsiębiorstwa. Gdyby na rynku wiedziano o odsetkach, wycena udziałów byłaby odpowiednio niższa. W przedmiotowym przypadku kwota odsetek została jednak dodana *ex post*, czego rynek nie oczekiwał. Dlatego też istotne są informacje posiadane przez rynek w okresie, w którym dokonano wyceny.

- (138) W kontekście powyższych rozważań obliczono następujące wartości stosunku wartości przedsiębiorstwa do ceny udziału w okresie obserwacji.

⁽³⁷⁾ Średnią ważoną obliczono na podstawie wolumenu udziałów znajdujących się w obrocie.

⁽³⁸⁾ Pozycje dotyczące udziałów mniejszości i udziałów uprzywilejowanych wynoszą zero, a pozycje środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, mających niewielkie wartości, nie uwzględniono przy obliczaniu długu netto.

Tabela 3

Obliczenie wartości stosunku wartości przedsiębiorstwa do ceny udziału Oltchim w okresie obserwacji

Okres	Liczba udziałów	Średnia cena udziału	Kapitalizacja rynkowa (cena udziału x liczba udziałów)	Dług netto w tys. RON	Wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja rynkowa plus dług netto) w tys. RON	Wartość przedsiębiorstwa przypadająca na jeden udział
Styczeń -08	343 023 858	1,10	378	[1 200]-[1 400]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Luty -08	343 023 858	0,91	314	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Marzec -08	343 023 858	0,81	279	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Kwiecień -08	343 023 858	0,87	300	[1 200]-[1 400]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Maj -08	343 023 858	1,04	358	[1 300]-[1 500]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Czerwiec -08	343 023 858	0,96	330	[1 300]-[1 500]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Lipiec -08	343 023 858	0,72	247	[1 300]-[1 500]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Sierpień -08	343 023 858	0,63	216	[1 300]-[1 500]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Wrzesień -08	343 023 858	0,47	160	[1 300]-[1 500]	[1 500]-[1 600]	[4]-[6]
Październik -08	343 023 858	0,37	127	[1 300]-[1 500]	[1 500]-[1 600]	[4]-[6]
Listopad -08	343 023 858	0,21	71	[1 200]-[1 400]	[1 400]-[1 500]	[4]-[6]
Grudzień 08	343 023 858	0,16	54	[1 400]-[1 600]	[1 400]-[1 500]	[4]-[6]
Styczeń -09	343 023 858	0,15	51	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Luty -09	343 023 858	0,13	45	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Marzec -09	343 023 858	0,15	53	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Kwiecień -09	343 023 858	0,25	84	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Maj -09	343 023 858	0,27	93	[1 400]-[1 600]	[1 600]-[1 700]	[4]-[6]
Czerwiec -09	343 023 858	0,30	104	[1 400]-[1 600]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Lipiec -09	343 023 858	0,33	113	[1 400]-[1 600]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Sierpień -09	343 023 858	0,32	109	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Wrzesień -09	343 023 858	0,28	96	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Październik -09	343 023 858	0,27	91	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Listopad -09	343 023 858	0,23	79	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Grudzień -09	343 023 858	0,26	89	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Styczeń -10	343 023 858	0,23	79	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Luty -10	343 023 858	0,22	77	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Marzec -10	343 023 858	0,27	92	[1 600]-[1 800]	[1 700]-[1 800]	[4]-[6]
Kwiecień -10	343 023 858	0,31	105	[1 600]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[4]-[6]
Maj -10	343 023 858	0,22	76	[1 600]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[4]-[6]
Czerwiec -10	343 023 858	0,21	71	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Lipiec -10	343 023 858	0,18	62	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Sierpień -10	343 023 858	0,19	64	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Kwiecień -10	343 023 858	0,19	66	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Październik -10	343 023 858	0,22	76	[1 700]-[1 900]	[1 900]-[2 000]	[4]-[6]
Listopad -10	343 023 858	0,22	75	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[4]-[6]
Grudzień -10	343 023 858	0,20	69	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
Styczeń -11	343 023 858	0,21	74	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]

Okres	Liczba udziałów	Średnia cena udziału	Kapitalizacja rynkowa (cena udziału x liczba udziałów)	Dług netto w tys. RON	Wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja rynkowa plus dług netto) w tys. RON	Wartość przedsiębiorstwa przypadająca na jeden udział
Luty -11	343 023 858	0,26	88	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
Marzec -11	343 023 858	0,30	102	[1 800]-[2 000]	[2 000]-[2 100]	[5]-[7]
Kwiecień -11	343 023 858	0,44	152	[2 000]-[2 200]	[2 100]-[2 200]	[5]-[7]
Maj -11	343 211 383	0,77	265	[2 000]-[2 200]	[2 300]-[2 400]	[5]-[7]
Czerwiec -11	343 211 383	1,61	551	[2 000]-[2 200]	[2 600]-[2 700]	[6]-[8]
Lipiec -11	343 211 383	2,05	702	[2 000]-[2 200]	[2 800]-[2 900]	[6]-[8]
Sierpień -11	343 211 383	1,32	452	[2 000]-[2 200]	[2 600]-[2 700]	[6]-[8]

- (139) Na podstawie powyższej tabeli obliczono medianę, średnią i średnią ważoną wartości przedsiębiorstwa przypadającej na jeden udział.

Tabela 4

Mediana, średnia i średnia ważona wartości przedsiębiorstwa przypadającej na jeden udział w Oltchim

	Cena udziału	Wartość przedsiębiorstwa przypadająca na jeden udział
Mediana	[0,10]-[0,30]	[4]-[6]
Średnia	[0,30]-[0,50]	[4]-[6]
Średnia ważona	[0,40]-[0,60]	[4]-[6]

- (140) Wartość przedsiębiorstwa (mediana, średnia, średnia ważona) obliczoną w sposób przedstawiony powyżej można następnie wykorzystać do ustalenia wartości udziału państwa „po zamianie długu” poprzez odjęcie od tej wartości przedsiębiorstwa długu spółki, który pozostaje wymagalny po zamianie; dług ten pozostanie zobowiązaniem spółki, które trzeba będzie obsłużyć.
- (141) Wynikiem jest wartość rynkowa całkowitego kapitału zakładowego, jak pokazano w Tabeli 5.

Tabela 5

Obliczenie wartości rynkowej kapitału zakładowego w oparciu o metodę wyceny wartości przedsiębiorstwa

Obliczenie wartości rynkowej całkowitego kapitału zakładowego po zamianie długu	Scenariusze		
	Wartość przedsiębiorstwa w oparciu o 44-miesięczną medianę ceny udziału	Wartość przedsiębiorstwa w oparciu o 44-miesięczną średnią cenę udziału	Wartość przedsiębiorstwa w oparciu o 44-miesięczną średnią ważoną ceny udziału
Wartość przedsiębiorstwa/udział (w RON)	[4]-[6]	[4]-[6]	[4]-[6]
Liczba udziałów przed zamianą	343 211 383	343 211 383	343 211 383
Wartość przedsiębiorstwa (w mln RON)	[1 700]-[1 800]	[1 800]-[1 900]	[2 000]-[2 100]
Dług netto po zamianie długu (w mln RON)	[1 600]-[1 700]	[1 600]-[1 700]	[1 600]-[1 700]
Wartość rynkowa kapitału zakładowego (w mln RON)	[100]-[200]	[200]-[300]	[400]-[500]
Wartość rynkowa kapitału zakładowego (w mln EUR)	[20]-[30]	[50]-[60]	[90]-[100]

- (142) W odniesieniu do długu finansowego netto zastosowanego w wyżej opisanym obliczeniu oba etapy obliczeń, mianowicie (i) obliczenie wartości przedsiębiorstwa oraz (ii) późniejsze odejmowanie w celu osiągnięcia wartości rynkowej kapitału zakładowego, powinny zasadniczo opierać się na wartości rynkowej długu spółki.
- (143) Komisja zauważa jednak, że po pierwsze bardzo trudno jest ustalić cenę rynkową długu Oltchim, ponieważ dług ten nie jest przedmiotem obrotu i nie istnieje lokalny rynek obrotu długami. Zamiast tego można teoretycznie określić wartość rynkową długu poprzez ustalenie ratingu przedsiębiorstwa przed zamianą długu i po niej. Rating ten można następnie wykorzystać do oszacowania prawdopodobieństwa niewykonania zobowiązania, co z kolei może posłużyć do oszacowania wartości rynkowej długu. Z uwagi na brak takich ratingów Komisja uznała, że takie działanie nie jest możliwe i że zastosowanie nieprawidłowo oszacowanej wartości rynkowej doprowadziłyby do znacznych błędów.
- (144) Po drugie, jeżeli założyć, że dług netto zostałby sprzedany z takim samym dyskontem do wartości księgowej przed zamianą i po niej, to w konsekwencji wyniki obliczeń wcale się nie zmieniają niezależnie od wielkości dyskonta. Wszelkie zmiany wartości długu finansowego netto doprowadziłyby następnie do proporcjonalnej zmiany, z przeciwnym znakiem, wartości kapitalizacji rynkowej. Wpływ dodania wartości księgowej długu albo jego wartości rynkowej jest neutralny, ponieważ wartość długu najpierw dodaje się w celu uzyskania wartości przedsiębiorstwa, a następnie odejmuje w celu uzyskania nowej wartości kapitału zakładowego w postaci udziałów.
- (145) Po trzecie, zakładając, że dług pozostały po zamianie sprzedano by z innym dyskontem niż przed zamianą, w rzetelnym obliczeniu należałoby wziąć pod uwagę fakt, że po zamianie długu na udziały w kapitale zakładowym wartość rynkowa pozostałego długu prawdopodobnie nadal byłaby niższa od jego wartości księgowej, ale w każdym razie wyższa niż wartość rynkowa długu przed zamianą. Z uwagi na brak podstaw pozwalających na określenie wysokości tego dyskonta niemożliwa jest jednak symulacja skutków jego zmiany, ponieważ jednocześnie trzeba by było zróżnicować zbyt wiele parametrów.
- (146) Z drugiej strony, Komisja zauważa, że sprawozdania finansowe Oltchim zostały przygotowane zgodnie ze standardami MSSF i zbadane przez niezależnego biegłego audytora KPMG. W sprawozdaniach tych zobowiązania finansowe są przedstawione w wartości godziwej zgodnie z przepisami IAS 39. W IAS 39 definiuje się wartość godziwą jako kwotę, za jaką na warunkach rynkowych składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie zaspokojone, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi stronami w normalnych warunkach konkurencji. Na tej podstawie KPMG poświadcza, że wartość godziwa długoterminowego zobowiązania spółki nie różni się znacząco od jego wartości księgowej.
- (147) Na podstawie powyższych rozważań Komisja stwierdza, że istotnie właściwe jest wykorzystanie wartości księgowej długu do obliczenia wartości rynkowej kapitału zakładowego.
- (148) W celu sprawdzenia stabilności obliczeń Komisja dodatkowo przeprowadziła jednak analizę wrażliwości, tj. określiła procentową różnicę między wartością księgową a wartością rynkową długu netto przed zamianą, która to różnica wyrównałaby wartość bieżącą pakietu udziałów państwa po zamianie i wartość likwidacyjną, przy założeniu, że wartość rynkowa długu będzie odpowiadać jego wartości księgowej po zamianie długu na udziały w kapitale zakładowym. Tę wartość procentową można uznać za „margines błędu” na potrzeby oszacowania wartości rynkowej długu.
- (149) Komisja jest zdania, że spośród wszystkich scenariuszy (wartość przedsiębiorstwa na podstawie mediany, średniej, średniej ważonej) najdokładniejszy scenariusz reprezentuje średnia ważona, ponieważ w tym przypadku wartości są ważone wolumenem udziałów znajdujących się w obrocie. W tym scenariuszu wyżej wspomniany margines wynosi 15 %. Komisja stwierdza, że margines tej wielkości jest wystarczający, aby można było uznać, że obliczenie wartości przedsiębiorstwa oparte jest na wiarygodnych danych.
- (150) Po obliczeniu wartości rynkowej kapitału zakładowego można następnie obliczyć wartość powstałego pakietu udziałów państwa w oparciu o tę wartość rynkową całości kapitału zakładowego na podstawie udziałów publicznych, które po zamianie długu będą przedstawiały się następująco⁽³⁹⁾:

Tabela 6

Pakiet udziałów państwa rumuńskiego w Oltchim przed planowaną zamianą długu i po niej

	Pakiet udziałów przed zamianą długu	Pakiet udziałów po zamianie długu Przedmiotem zamiany jest dług wobec AVAS wraz z narosłymi odsetkami
AVAS	0 %	[80]-[100] %
Ministerstwo Gospodarki	54,81 %	[0]-[5] %
Państwo ogółem	54,81 %	[80]-[100] %

- (151) W rezultacie po zamianie głównego długu wobec AVAS wraz z odsetkami naliczonymi zgodnie z umową wartość rynkowa kapitału zakładowego Oltchim będzie równa od [20]-[30] mln EUR do [90]-[100] mln EUR, wskutek czego bieżąca wartość⁽⁴⁰⁾ połączonych udziałów publicznych ([80]-[100] %) wyniesie od [15]-[30] mln EUR do [75]-[90] mln EUR. W Tabeli 7 poniżej podsumowano wartości przedsiębiorstwa oceniane na potrzeby wszystkich scenariuszy i porównano je z wartościami mającymi zastosowanie w przypadku likwidacji.

⁽³⁹⁾ Do celów analizy w sprawozdaniu nie uwzględniono ewentualnego uczestnictwa udziałowców prywatnych w podwyższeniu kapitału, ponieważ jego wpływ na wartość pakietu udziałów państwa rumuńskiego uznaje się za neutralny.

⁽⁴⁰⁾ Dyskontowana według czynnika dyskontującego równego 10,7 na dzień 30 czerwca 2011 r., podobnie jak wartość likwidacyjna.

Tabela 7

Porównanie scenariusza zakładającego prywatyzację poprzedzoną zamianą długu ze scenariuszem zakładającym likwidację w oparciu o metodę wyceny wartości przedsiębiorstwa

Oczekiwane przychody państwa w mln EUR	Zamiana długu i natychmiastowa prywatyzacja			Wartość bieżąca netto przychodów uzyskanych w wyniku likwidacji	Porównanie
	Wartość przedsiębiorstwa w oparciu o 44-miesięczną medianę ceny udziału	Wartość przedsiębiorstwa w oparciu o 44-miesięczną średnią cenę udziału	Wartość przedsiębiorstwa w oparciu o 44-miesięczną średnią ważoną ceny udziału		
Wartość rynkowa kapitału zakładowego	[20]-[30]	[45]-[60]	[90]-[100]		
Wartość rynkowa łączonych udziałów publicznych	[15]-[40]	[45]-[60]	[80]-[100]		
Wartość bieżąca netto łączonych udziałów publicznych (98,44 %)	[15]-[40]	[30]-[50]	[75]-[90]	[10]-[40]	Likwidacja < zamiana długu i prywatyzacja
Wartość bieżąca netto udziałów AVAS (96,54 %)	[15]-[40]	[30]-[50]	[70]-[80]	[10]-[40]	Likwidacja < zamiana długu i prywatyzacja
Wartość bieżąca netto udziałów Ministerstwa Gospodarki (1,9 %)	[0]-[1]	[0]-[1]	[1]-[2]	[0]-[1]	Likwidacja < zamiana długu i prywatyzacja

(152) We wszystkich ocenianych scenariuszach z zastosowaniem wartości przedsiębiorstwa zarówno AVAS jako wierzyciel publiczny, jak i Ministerstwo Gospodarki jako udziałowiec publiczny uzyskują lepsze wyniki w przypadku zamiany długu, a następnie prywatyzacji niż w przypadku likwidacji spółki. Pakiet udziałów obecnego udziałowca publicznego, Ministerstwa Gospodarki, zostanie pomniejszony w wyniku zamiany długu, wskutek czego wierzyciel, tj. AVAS, będzie posiadał pakiet udziałów równy [80]-[100] %. Ministerstwo nie ma jednak powodu, aby sprzeciwić się zamianie długu, ponieważ w przypadku likwidacji nie uzyskałoby niczego za swój pakiet udziałów w spółce. Nawet w ramach scenariusza z najniższą szacunkową wartością przedsiębiorstwa AVAS jako wierzyciel publiczny nadal uzyskałoby większą kwotę niż w przypadku podjęcia decyzji o likwidacji spółki ([10]-[30] mln EUR w porównaniu do [10]-[30] mln EUR).

(153) Na podstawie powyższych ustaleń można stwierdzić, że jeżeli spółka zostanie w pełni sprywatyzowana w krótkim czasie po zamianie długu, zgłoszony środek (pełna prywatyzacja poprzedzona zamianą długu) nie przyniesie Oltchim korzyści, ponieważ środek ten umożliwia AVAS jako wierzycielowi publicznemu odzyskanie większej kwoty niż w przypadku podjęcia decyzji o postawieniu spółki w stan likwidacji. W tym względzie Komisja zwraca uwagę na zobowiązanie podjęte przez władze rumuńskie (zob. motywy 17 i 73 powyżej) dotyczące pełnego sprywatyzowania spółki do dnia 31 maja 2012 r.

(154) Komisja uważa, że ocenę ilościową na podstawie metody kapitalizacji rynkowej oraz metody wyceny wartości przedsiębiorstwa potwierdzają również dwa następujące

argumenty, które nie zostały określone ilościowo przez niezależnego eksperta.

(155) Po pierwsze, ocena ta opiera się na kursie giełdowym. Ponieważ jednak pakiet udziałów państwa w Oltchim zostanie sprzedany jako całość, nabywca będzie w stanie kontrolować spółkę. Dlatego też nabywca będzie skłonny zapłacić za ten pakiet premię związaną z przejściem kontroli, co ma zwykle miejsce w przypadku porównywalnych transakcji.

(156) Po drugie, Komisja zauważa, że PCC był gotów zapłacić w 2007 r. 7,5 mln EUR za *de facto* 12 % udziałów w Oltchim, a w 2011 r. 2,6 mln EUR za dalsze 3,6 % udziałów. Z jednej strony oznacza to, że jeden prywatny inwestor uznał, że wartość Oltchim wzrosła w 2011 r. w porównaniu z 2007 r. (ponieważ był gotów zapłacić wyższą cenę za udział) oraz że - na podstawie transakcji z 2011 r. - 100 % udziałów zostałyby wycenione na 73 mln EUR, czyli na kwotę znacznie wyższą od wartości likwidacyjnej.

IX.4. Wnioski dotyczące kryterium korzyści

(157) Na podstawie powyższych ustaleń, mianowicie że: (i) spółka nie czerpała żadnej nienależnej korzyści ze sposobu, w jaki organy publiczne dążyły do odzyskania długu publicznego, który jest przedmiotem zgłoszonego środka, oraz (ii) zamiana długu jako taka nie przynosi spółce żadnej nienależnej korzyści, Komisja stwierdza, że aktualnie zgłoszony środek (wynikający z połączenia poprzednich środków 1 i 3) nie spełnia kryterium korzyści. W świetle powyższego pozostałe kryteria łączne zawarte w definicji pomocy państwa wynikającej z art. 107 ust. 1 TFUE nie muszą być analizowane do celów oceny obecnie zgłoszonego środka.

X. WNIOSEK

- (158) Formalne postępowanie wyjaśniające wszczęte na podstawie art. 108 ust. 2 TFUE w odniesieniu do środka 2 (gwarancja państwowa) musi zostać zakończone jako bezprzedmiotowe po wycofaniu zgłoszenia tego środka.
- (159) Obecnie zgłoszony środek (połączenie poprzednich środków 1 i 3) nie wiąże się z pomocą państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE.
- (160) Wniosek ten opiera się na stanowczym zamiarze Rumunii sprzedania całości jej udziałów w Oltchim, wyrażonym w piśmie premiera Emila Boca z dnia 21 października 2011 r. oraz potwierdzonym w piśmie premiera Ungureanu z dnia 16 lutego 2012 r.,

PRZYJMUJE NINIEJSZĄ DECYZJĘ:

Artykuł 1

Komisja podjęła decyzję o zamknięciu formalnego postępowania wyjaśniającego na mocy art. 108 ust. 2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej w odniesieniu do zgłoszonej gwarancji państwowej (środek 2) na rzecz Oltchim z uwagi na fakt, że Rumunia wycofała swoje zgłoszenie i nie będzie kontynuować wprowadzania tego środka.

Artykuł 2

Środek 1, zgłoszony przez Rumunię w dniu 17 lipca 2009 r. i zmieniony w dniach 22 czerwca 2011 r., 9 września 2011 r., 21 października 2011 r. i 16 lutego 2012 r., nie stanowi pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej.

Artykuł 3

Środek 3, wprowadzony przez Rumunię w 2007 r., nie stanowi pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej.

Artykuł 4

Niniejsza decyzja skierowana jest do Rumunii.

Sporządzono w Brukseli dnia 7 marca 2012 r.

W imieniu Komisji
Joaquín ALMUNIA
Wiceprzewodniczący