

KOMMISSIONENS AFGØRELSE (EU) 2016/2041**af 20. januar 2016****om statsstøtte SA.33926 2013/C (ex 2013/NN, 2011/CP) iværksat af Belgien til fordel for Dufenco***(meddelt under nummer C(2016) 94)***(Kun den franske og den nederlandske udgave er autentiske)****(EØS-relevant tekst)**

EUROPA-KOMMISSIONEN HAR —

under henvisning til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, særlig artikel 108, stk. 2, første afsnit ⁽¹⁾,

under henvisning til aftalen om Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde, særlig artikel 62, stk. 1, litra a),

efter at have opfordret interesserede parter til at fremsætte deres bemærkninger i overensstemmelse med ovennævnte artikler ⁽²⁾, under hensyn til disse bemærkninger, og

ud fra følgende betragtninger:

1. SAGSFREMSTILLING

- (1) Den 21. november 2011 offentliggjorde avisen *Le Soir* en række artikler, ifølge hvilke regionen Vallonien ⁽³⁾ skulle have ydet støtte til stålkongernen Dufenco («Dufenco» eller «Dufenco-kongernen») siden 2003 uden at have underrettet Kommissionen herom. Ifølge den belgiske avis oprettede regionen Vallonien i marts 2003 et nyt finansielt holdingselskab, Foreign Strategic Investment Holding («FSIH»), datterselskab af Société Wallonne de Gestion et de Participations («Sogepa»), med henblik på investering i selskaber i Dufenco-kongernen, som har deres sæde uden for Belgien og i nogle tilfælde uden for Unionen.
- (2) På baggrund af disse oplysninger anmodede Kommissionen ved brev af 29. november 2011 Belgien om at fremsende supplerende oplysninger om karakteren af den finansielle støtte, som regionen Vallonien har ydet til Dufenco-kongernen i perioden 2003-2011.
- (3) Ved brev af 14. december 2011 anmodede Belgien om en yderligere svarfrist, som blev givet den 16. december 2011. Belgien imødekom Kommissionens anmodning om oplysninger den 4. januar 2012. Ved brev af 29. juni 2012 anmodede Kommissionen om supplerende oplysninger. Belgien anmodede om en yderligere svarfrist, som blev givet den 18. juli 2012. Belgien svarede den 28. september 2012.
- (4) Der blev afholdt et møde i Kommissionens lokaler den 6. maj 2013 mellem Kommissionen og de belgiske myndigheder og repræsentanter for Sogepa og FSIH.
- (5) Belgien fremsendte supplerende oplysninger til Kommissionen den 4. og 10. juni 2013 og den 15. og 30. juli 2013.
- (6) Der blev afholdt et yderligere møde i Kommissionens lokaler den 30. september 2013 mellem Kommissionen og repræsentanter for Sogepa og FSIH.
- (7) Ved brev af 16. oktober 2013 meddelte Kommissionen Belgien, at den havde besluttet at indlede proceduren efter artikel 108, stk. 2, i TEUF med hensyn til disse foranstaltninger (herefter den »formelle undersøgelsesprocedure«).

⁽¹⁾ Med virkning fra den 1. december 2009 er EF-traktatens artikel 87 og 88 blevet til henholdsvis artikel 107 og 108 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde («TEUF»). De to sæt bestemmelser er i det væsentlige identiske. I denne afgørelse skal henvisninger til artikel 107 og 108 i TEUF efter omstændighederne forstås som henvisninger til EF-traktatens artikel 87 og 88. Med TEUF er der også indført visse terminologiske ændringer, f.eks. er »Fællesskab« erstattet med »Union«, »fællesmarkedet« med »det indre marked« og »Retten i Første Instans« med »Retten«. Det er TEUF-terminologien, der anvendes i denne afgørelse.

⁽²⁾ EUT C 120 af 23.4.2014, s. 51.

⁽³⁾ Kommissionen henviser i det følgende til »Belgien« og ikke til »regionen Vallonien« (medmindre sammenhængen tilsiger andet) og til korrespondancen med den medlemsstat, som er omfattet af proceduren, og som denne afgørelse er rettet til.

- (8) Kommissionens afgørelse om at indlede procedure i sagen (herefter »indledningsafgørelsen«) blev offentliggjort i *Den Europæiske Unions Tidende* ⁽⁴⁾. Kommissionen har anmodet interesserede parter om at fremsætte deres bemærkninger til de omhandlede foranstaltninger.
- (9) Den 11. december 2013 modtog Kommissionen bemærkningerne fra Belgien, som havde fået en yderligere svarfrist. Den 23. og 24. juni 2014 modtog Kommissionen ligeledes bemærkningerne fra de interesserede parter, der ligeledes havde fået en yderligere svarfrist. Kommissionen videresendte disse oplysninger til Belgien den 3. og 18. juli 2014 for at give de belgiske myndigheder mulighed for at kommentere dem. Kommentarerne indkom i breve af 1. oktober og 18. august 2014.
- (10) Ved brev af 28. januar 2015 anmodede Kommissionen Belgien om supplerende oplysninger. Belgien anmodede om en yderligere svarfrist, som blev givet den 25. februar 2015. Belgien fremsendte sit svar til Kommissionen den 8. april 2015.
- (11) Ved brev af 18. maj 2015 anmodede Kommissionen om nye supplerende oplysninger. Belgien svarede den 2. juni 2015.
- (12) Den 15. september 2015 fremsendte Kommissionen en sidste anmodning til Belgien. Belgien anmodede om en yderligere svarfrist på en måned, som blev givet den 28. september 2015. Ved brev af 23. oktober 2015 fremsendte Belgien sit svar til Kommissionen.

2. DETALJERET BESKRIVELSE AF FORANSTALTNINGERNE

2.1. STØTTEMODTAGEREN

- (13) Dufenco-koncernen fremstiller og producerer stål. Koncernen er til stede i omkring 50 lande verden over. I Europa er koncernen primært til stede i Belgien (omkring 3 000 ansatte i 2009 og omkring ti anlæg i Vallonien) og i Italien (omkring 1 300 ansatte i 2009). Koncernen er ligeledes aktiv i Schweiz, Luxembourg, Frankrig og i den tidligere jugoslaviske republik Makedonien (FYROM).
- (14) Dufenco har været etableret i Belgien siden 1997, hvor koncernen overtog smedeværkstederne i Clabecq, der havde store økonomiske problemer, med støtte fra regionen Vallonien (erhvervelse af aktier for 8,75 mio. EUR og lån på 13,75 mio. EUR) ⁽⁵⁾. I 1999 køber Dufenco virksomheden Gustave Boël i La Louvière fra koncernen Hoogovens Staal, fortsat med støtte fra regionen Vallonien (konvertering af en fordring på 12,5 mio. EUR til 25 % af kapitalen og lån på 25,3 mio. EUR) ⁽⁶⁾. I 2002 overtager Dufenco varmvalseværket i Charleroi, der skifter navn til Carsid, i samarbejde med Usinor og igen med støtte fra regionen Vallonien (Sogepas deltagelse i Carsids aktiekapital er på omkring 20 mio. EUR, nedbragt til 9 mio. EUR efter afgørelsen om at indlede proceduren ⁽⁷⁾ efter artikel 6, stk. 5, i Kommissionens beslutning nr. 2496/96/EKSF ⁽⁸⁾). Denne procedure blev afsluttet den 15. oktober 2003 ⁽⁹⁾ med en negativ beslutning fra Kommissionen begrundet i, at man ikke kan betragte en investering i en ny virksomhed som en investering på pari passu-vilkår, når det kun er den offentlige aktionær, der påtager sig en ny risiko, og den private aktionær kun overfører en eksisterende aktivitet eller et eksisterende projekt i den nye virksomhed.
- (15) Efter denne bølge af overtagelser har Dufenco tre vigtige datterselskaber i Belgien: Dufenco Clabecq, Dufenco La Louvière (»DLL«) og Carsid.
- (16) I 2006 indleder Dufenco et strategisk partnerskab med den russiske stålkonzern Novolipetsk (»NLMK«). Formålet med dette partnerskab er at drage fordel af NLMK's tilstedeværelse i primærleddet i stålkæden (levering af råvarer og fremstilling af halvfabrikata). Det sker i form af NLMK's erhvervelse af 50 % af aktierne i et af Dufencos holdingselskaber, Steel Invest and Finance (»SIF«), registreret i Luxembourg. En lang række af Dufenco-konzernens aktiver er placeret i SIF, herunder Dufenco Clabecq, DLL og Carsid. Selskabet overtog ligeledes det amerikanske datterselskab Dufenco Farrell Corporation ved udgangen af 2006. Den 18. december 2006 blev aftalen mellem Dufenco og NLMK godkendt. NLMK erhverver 50 % af aktierne i SIF og en ubetinget købsoption på mindst én aktie i SIF.

⁽⁴⁾ Jf. fodnote 2.

⁽⁵⁾ Kommissionens beslutning af 25. november 1997 i sag N 680/97, Belgien — Regionen Valloniens deltagelse i »Dufenco Belgium SA«.

⁽⁶⁾ Kommissionens beslutning af 26. maj 1999 i sag N-246/99, Belgien — De belgiske offentlige myndigheders finansielle deltagelse til fordel for virksomheden HUGB, EKSF-stål.

⁽⁷⁾ EUT C 95 af 19.4.2002, s. 2.

⁽⁸⁾ Kommissionens beslutning nr. 2496/96/EKSF af 18. december 1996 om fællesskabsregler for støtte til jern- og stålindustrien (EFT L 338 af 28.12.1996, s. 42).

⁽⁹⁾ Kommissionens beslutning 2005/137/EF af 15. oktober 2003 om regionen Valloniens deltagelse i Carsid SA (EFT L 47 af 18.2.2005, s. 28).

- (17) Partnerskabet mellem Duferco og NLMK ophører i sommeren 2011. De to virksomheder deler aktiverne i SIF. Duferco overtager DLL's produktion af »stangstål«, visse diversificeringsaktiviteter og aktiverne i Carsid. Alle disse belgiske aktiver placeres i et nyt datterselskab, Duferco Long Products (»DLP«), et selskab stiftet efter luxembourgsk ret i marts 2011.
- (18) I 2012 lukkes Carsid-anlægget endeligt. I 2013 beslutter Duferco at indstille produktionen af stangstål i La Louvière-anlægget.
- (19) Konsolideringen af Duferco-koncernen har fundet sted via moderselskabet Duferco Participations Holding (»DPH«). I perioden 2003-2010 steg DPH's egenkapital fra [...] (*) mio. EUR i 2003 til [...] mio. EUR.
- (20) DPH blev oprindeligt etableret [...], men er efterfølgende blevet flyttet [...]. DPH ejes af andre selskaber: [...].

2.2. DE OMHANDLEDE FORANSTALTNINGER

- (21) I perioden 2003-2011 foretog FSIH seks investeringer i Dufercos datterselskaber til en værdi af i alt 517 mio. EUR.

2.2.1. OPRINDELSEN AF DE RESSOURCER, DER HAR FINANSIERET FORANSTALTNINGERNE

- (22) Sogepa er et offentligt ejet aktieselskab og er 100 % ejet af regionen Vallonien. Selskabet sikrer gennemførelsen af den vallonske regerings beslutninger om interventioner i erhvervsdrivende selskaber og varetager forvaltningen af disse interventioner. Selskabet er desuden det vigtigste redskab i regionen Valloniens politik i stålindustrien. Sogepa er et resultat af fusionen i 1999 mellem Société Wallonne pour la Sidérurgie (SWS) og Société pour la gestion de participations de la Région wallonne dans des sociétés commerciales (Sowagep).
- (23) Ifølge Sogepas websted varetager Sogepa i forbindelse med investeringerne foretaget efter instruks fra den vallonske regering to specifikke typer opgaver: i) analyse og afgivelse af en udtalelse inden den vallonske regering træffer afgørelser, ii) gennemførelse af og opfølgning på afgørelser truffet af den vallonske regering. I forbindelse med gennemførelsen af den vallonske regerings afgørelser skal Sogepa forhandle og udarbejde aktionærove-renskomster og/eller låneaftaler under overholdelse af eventuelle betingelser fastlagt i regeringens afgørelse om intervention.
- (24) Kravet om opfølgning på interventionerne betyder i princippet, at Sogepa og selskabets samarbejdspartnere skal deltage i bestyrelserne i de selskaber, der drager fordel af interventioner, som bestyrelsesmedlemmer eller observatører. Det indebærer ligeledes deltagelse i generalforsamlinger og generelt regelmæssig overvågning af den vallonske regerings økonomiske interesser.
- (25) Den vallonske regering udpeger Sogepas bestyrelsesmedlemmer. Den udpeger ligeledes to regeringskommissærer.
- (26) Sogepa stiftede FSIH den 27. marts 2003 med en kapital på 180 mio. EUR. I henhold til stiftelsesdokumentet er FSIH's formål »at investere under enhver tænkelig form i udenlandske virksomheder i stålindustrien og/eller at indgå aftaler med disse om enhver finansiel operation«. FSIH kan i denne forbindelse »navnlig fremme enhver form for samarbejde mellem disse virksomheder og de vallonske virksomheder«.
- (27) Bestyrelsesmedlemmerne i FSIH udpeges af generalforsamlingen og således af Sogepa. Der blev afholdt en generalforsamling den 27. marts 2003 lige efter stiftelsen af FSIH, hvor medlemmerne og formanden for bestyrelsen blev udpeget. Sogepas bestyrelsesformand blev ligeledes udpeget som bestyrelsesformand i FSIH. Han varetog begge poster frem til den 31. marts 2013.

2.2.2. FORANSTALTNING 1: DELTAGELSE I DUFERCO US (9.4.2003-12.12.2006)

- (28) Duferco US Investment Corp. (»Duferco US«) er et holdingselskab og ene-ejer af et enkelt selskab, Duferco Farrell Corp. (»Farrell«). Før den omhandlede foranstaltning ejede Duferco-koncernen 99,8 % af Duferco US gennem et af sine industrielle datterselskaber, Duferco Industrial Investment (»DII«).

(*) Fortrolige oplysninger.

- (29) Farrell er en stålvirksomhed beliggende i Pennsylvania (USA). Virksomheden producerer varm- og koldvalset stål.
- (30) Den 9. april 2003 købte FSIH halvdelen af aktierne (minus én) i Duferco US for 97,22 mio. USD (90 mio. EUR). DII ejede fortsat den anden halvdel af aktierne (minus én). De to resterende aktier blev deponeret hos et SPV-selskab (Special-Purpose-Vehicle), der skulle opbevare dem indtil ophøret af partnerskabet mellem FSIH og DII. FSIH erhvervede samme dag en købsoption for 5 mio. EUR, der gav FSIH mulighed for at erhverve de to aktier i det pågældende SPV-selskab og således opnå kontrol over Duferco US. Denne option er imidlertid aldrig blevet udnyttet.
- (31) Inden erhvervelsen af halvdelen af aktierne (minus én) i Duferco US i 2003 gennem FSIH havde Sogepa fået værdisat Farrell. Ifølge den britiske rådgivningsvirksomhed Hatch Beddows var Farrells gennemsnitlige værdi således 330 mio. USD konservativt skønnet. Der blev ligeledes foretaget en supplerende analyse af den amerikanske konsulentvirksomhed World Steel Dynamics, der skønnede Farrells gennemsnitsværdi til 410 mio. USD. Når disse to analyser sammenholdes, er Farrells gennemsnitlige værdi 375 mio. USD. Den gennemsnitlige værdi i euro lå på omkring 345,5 mio. EUR beregnet på grundlag af den månedlige gennemsnitlige valutakurs USD-EUR i april 2003.
- (32) FSIH fik en dividende på 2,5 mio. USD i 2005 for regnskabsåret afsluttet den 30. september 2004. Belgien har i sine bemærkninger præciseret, at dividenden blev udbetalt den 23. juni 2005. Beregnet på grundlag af den årlige gennemsnitlige valutakurs USD-EUR i 2005 svarer denne dividende til omkring 2,01 mio. EUR.
- (33) Som det gør sig gældende for mange forarbejdningsvirksomheder, kan Farrells resultater være direkte påvirket af råvareprisen (plader). Den 15. september 2005 undertegnede Farrell derfor en aftale med Duferco om levering af plader for at mindske udsvingene i selskabets resultater. I henhold til denne aftale skal Duferco levere plader til Farrell til en kontraktpris, således at Farrells margin holder sig inden for et bestemt interval ([...])
- (34) Den 1. januar 2006 indgik Duferco-koncernen og koncernen [...] en sådan aftale. I henhold til denne aftale leverede [...] plader til Duferco til en pris beregnet som i) salgsprisen for Farrells færdigvarer ii) fratrukket Farrells forarbejdningsomkostninger og iii) tillagt en margin. Denne aftale gjorde det muligt for Duferco-koncernen at dække den risiko, som Farrell havde overført til Duferco i henhold til aftalen af 15. september 2005.
- (35) I 2006 besluttede FSIH at genoverveje sin deltagelse i Duferco US. Den 14. juni 2006 aftalte DII og FSIH således, at Duferco Industrial Investment fik en købsoption på alle aktierne ejet af FSIH for 95 mio. EUR. Denne option blev tilsyneladende tildelt uden betaling.
- (36) Denne option blev desuden tildelt inden for rammerne af forhandlingerne om det strategiske partnerskab mellem Duferco og NLMK med det formål at inddrage Duferco US i SIF.
- (37) FSIH trak sig ud af Duferco US den 12. december 2006, efter at denne købsoption var blevet udnyttet af [...], det selskab i Duferco-koncernen, som var indtrådt i alle DII's rettigheder og forpligtelser knyttet til denne foranstaltning. Duferco blev således igen den fulde ejer af Duferco US den 12. december 2006 mod betaling af et beløb på 125,85 mio. USD (95 mio. EUR). Den 18. december 2006 blev 50 % af aktiekapitalen i SIF erhvervet af NLMK.

2.2.3. FORANSTALTNING 2: ERHVERVELSE AF AKTIER I DPH (9.4.2003-14.6.2006)

- (38) Den 9. april 2003 købte FSIH omkring 25 % af aktiekapitalen i DPH samt en præferenceaktie (»preferred share») med fortrinsret til udbytte af [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt] med sæde i [...], i dag i [...]. FSIH havde forinden anmodet rådgivningsfirmaet Ernst & Young om at værdiansætte DPH. På baggrund af denne vurdering blev værdien af 25 % af DPH sat til mellem [...] og [...] mio. USD, dvs. en gennemsnitsværdi på [...] mio. USD. FSIH og [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt] nåede frem til en transaktionspris på 86,42 mio. USD, dvs. omkring 80 EUR beregnet på grundlag af den månedlige gennemsnitlige valutakurs USD-EUR i april 2003.
- (39) Parterne aftalte, at FSIH på grund af sin præferenceaktie havde følgende fortrinsret til udbytte i DPH: i) tildeling af 2 mio. EUR i hvert af regnskabsårene 2003 og 2004, ii) tildeling af 4 mio. EUR i hvert af de efterfølgende regnskabsår frem til 2012.

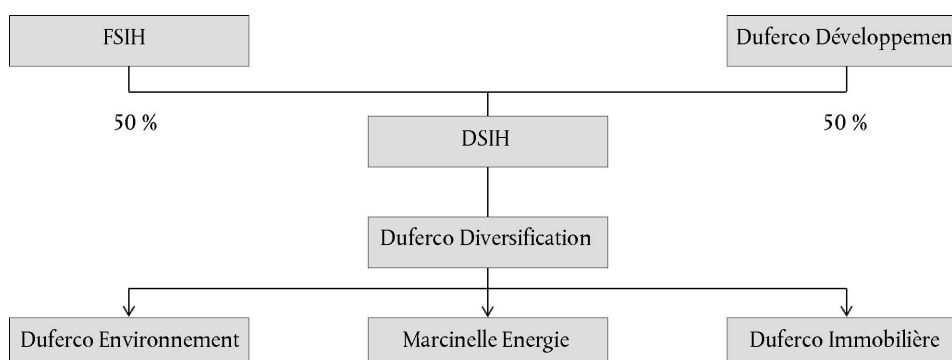
- (40) I januar 2005 fik FSIH således et udbytte på 4 mio. EUR for regnskabsårene 2003 og 2004. Der blev tilsyneladende ikke udbetalt udbytte for regnskabsåret 2005. Regnskabsåret 2006 var ikke afsluttet, da FSIH solgte sin aktieandel.
- (41) I 2006 ønskede FSIH at trække sig ud af DPH. Forud for udtrædelsen anmodede FSIH på ny Ernst & Young om at anslå værdien af FSIH's aktieandel på 25 % i DPH. I rapporten fra Ernst & Young fra 2006 («Ernst & Young-rapporten 2006») blev værdien af aktieandelen på 25 % sat til mellem [...] og [...] mio. USD, dvs. omkring [...] og [...] mio. EUR beregnet på grundlag af den månedlige gennemsnitlige valutakurs USD-EUR i 2006.
- (42) Parterne anvendte ikke værdiansættelsen i Ernst & Young-rapporten 2006. Den 14. juni 2006 solgte FSIH således sine aktier for [...] mio. USD, dvs. [...] mio. EUR, til [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt].

2.2.4. FORANSTALTNING 3: ERHVERVELSE AF AKTIER I DSIH (14.12.2006)

- (43) Ud over aktiviteter i stålindustrien havde Duferco udviklet diversificeringsaktiviteter i Belgien, som i september 2006 blev samlet i et nyt datterselskab overtaget fra SIF: Carsid Développement. I december 2006 — et par dage inden SIF blev delvis overtaget af NLMK — blev det besluttet at udtage Carsid Développement af partnerskabet med det russiske selskab.
- (44) Duferco gik således sammen med FSIH om at overtage og udvikle aktiverne i Carsid Développement. Der blev oprettet et nyt selskab, [...], den 29. november 2006 med henblik på placering af disse aktiver. På tidspunktet for oprettelsen er aktionæren [...], og den oprindelige aktiekapital udgør [...] mio. EUR (tegnet, men ikke indbetalt, med undtagelse af en aktie med en nominal værdi på en euro). Allerede på sit første møde den 7. december 2006 beslutter bestyrelsen i [...] imidlertid at overdrage den eksisterende aktiebeholdning på [...] til FSIH. Bestyrelsen accepterer efterfølgende, at et datterselskab i Duferco-koncernen, Duferco Développement, tegner en aktie med en nominal værdi på en euro. Bestyrelsen beslutter ligeledes at ændre selskabets navn til Duferco Salvage Investments Holding («DSIH»). Den 7. december 2006 ejer FSIH og Duferco således i fællesskab et nyt datterselskab, DSIH, hvor aktiverne i Carsid Développement kan placeres.
- (45) Den 11. og 14. december 2006 forøger FSIH og Duferco Développement DSIH's aktiekapital via et kontantindsud på [65-72] mio. EUR svarende til en andel på 50 %. Disse midler anvendes til at købe alle aktierne i Carsid Développement den 14. december 2006 for [...] mio. EUR. Carsid Développement skiftede navn til Duferco Diversification.
- (46) Duferco Diversification ejer således 100 % af kapitalen i følgende tre selskaber: Duferco Environnement, Duferco Immobilière og Marcinelle Énergie. Duferco Environnement har navnlig fokus på et projekt vedrørende rensning af grunde i [...], der ejes af Duferco Développement (projektet [...]). Duferco Immobilière samler en række aktiver i fast ejendom, der tidligere var ejet af Carsid. Marcinelle Énergie havde i 2006 til opgave at afslutte opførelsen af et CCGT-kraftværk (kombineret gas- og damp turbine) i Charleroi.

Figur 1

Selskaberne omfattet af foranstaltning 3



- (47) I 2008 blev 80 % af Marcinelle-projektet solgt til det italienske elselskab ENEL for [30-37] mio. EUR.
- (48) Den 26. marts 2010 tegnede Duferco Développement en yderligere aktie i DSIH, hvilket sikrer Duferco kontrollen med DSIH på grundlag af 67 001 aktier (imod FSIH's 67 000 aktier).
- (49) I juni 2011 — efter ophøret af partnerskabet mellem Duferco og NLMK — beslutter Duferco og FSIH at placere alle deres vallonske stål- og diversificeringsaktiver i ét enkelt nyt datterselskab, DLP. I forbindelse med afviklingen af SIF integreres stålaktiverne i DLP gennem et datterselskab, Duferco La Louvière Produits Longs (»DLLPL«, jf. foranstaltning 6). Hvad angår spredningsaktiviteterne, blev disse ligeledes integreret i DLP i 2011 ved gennemførelse af en række transaktioner:
- [...].
- Efter gennemførelsen af disse transaktioner er alle Dufercos belgiske aktiver (herunder DSIH's tidligere aktiver) således placeret i DLP gennem datterselskabet Duferco Belgium.

2.2.5. FORANSTALTNING 4 OG 5: LÅN TIL [DET SELSKAB, DER KONTROLLERERE DUFERCO-KONCERNEN PÅ DAVÆRENDE TIDSPUNKT] OG TIL SIF I 2009

- (50) I 2009 ydede FSIH et samlet lån på 100 mio. EUR til [...], det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen, med en løbetid på seks år. På långivningstidspunktet var dette selskab registreret i [...]. Selskab har i dag ændret navn til [...], selskab stiftet efter [...] ret.
- (51) I henhold til en aftale undertegnet den 4. september 2009 ydede FSIH indledningsvis et lån på [30-40] mio. EUR. Lånerenten blev fastsat til den 1-årige Euriborrente (1,302 %) plus 75 basispoint, dvs. til 2,052 % på tidspunktet for indgåelsen af aftalen. Ifølge oplysningerne forelagt af Belgien den 4. juni 2013 var den faktiske rente 2,04 %. Hovedstolen skulle tilbagebetales ved løbetidens ophør den 31. december 2015 eller i tilfælde af en ændring af kontrollen med SIF. Der blev tilskrevet renter på lånet årligt, og renterne på restgælden skulle betales på et forud fastsat tidspunkt fra det sjette år eller før i tilfælde af en ændring af kontrollen med SIF.
- (52) Bestemmelserne om tilbagebetaling i tilfælde af kapitalændringer i SIF i artikel 1, stk. 1, i låneaftalen er blevet indført for at tage højde for de gensidige bestemmelser om køboptionen, som Duferco og NLMK har forhandlet på plads vedrørende SIF i en aftale af 1. februar 2008. I henhold til aftalen fra 2008 kunne en sådan køboption således udnyttes til enhver tid fra december 2010 for [...] mio. USD. I henhold til artikel 6, stk. 1, i låneaftalen mellem FSIH og [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] var låntageren i tilfælde af ændring af kontrollen med SIF først og fremmest forpligtet til at anvende de midler, der blev opnået i denne forbindelse, til fuld tilbagebetaling af lånet ydet af FSIH.
- (53) Lånet var omfattet af to typer garantier:
- forpligtelsen for [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] til at anvende midlerne fra salget til NLMK af Dufercos andel i SIF efter udnyttelsen af køboptionen i henhold til aftalen af 1. februar 2008 til tilbagebetaling af lånet fra FSIH, og
- pant i [...] af DPH's stamaktier.
- (54) I december 2009 blev der føjet et tillæg til låneaftalen af 4. september 2009. FSIH [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] ydede et nyt lån på [60-70] mio. EUR. Lånerenten blev ligeledes fastsat til den 1-årige Euriborrente (1,302 %) plus 75 basispoint, dvs. til 2,052 % på tidspunktet for indgåelsen af aftalen. Ifølge oplysningerne forelagt af Belgien den 4. juni 2013 var den faktiske rente 1,99 % ved frigivelsen af lånet. Betingelserne i aftalen af 4. september finder ligeledes anvendelse på tilbagebetaling af lånet (hovedstol og renter). For så vidt angår garantierne, blev der taget pant i yderligere [...] DPH-aktier.
- (55) I henhold til Dufercos årsberetning for 2009 svarede den samlede værdi af garantien for de to lån til ca. [...] mio. USD. Ifølge de belgiske myndigheder svarede værdien af denne garanti til dette beløb, hvis der udelukkende tages udgangspunkt i nettoaktiverne på långivningstidspunktet.

- (56) Lånet blev tilbagebetalt før tid i juli 2011 efter NLMK's fulde overtagelse af SIF.
- (57) FSIH ydede i samme periode et lån på 75 mio. EUR til SIF i henhold til to aftaler undertegnet den 29. september og den 22. december 2009. Dette lån blev frigivet i to rater på 20 mio. EUR i september 2009 og 55 mio. EUR i december 2009. Lånerenten blev fastsat til den 1-årige Euriborrente (1,302 %) plus 75 basispoint, dvs. til 2,052 % på tidspunktet for indgåelsen af aftalen. Ifølge oplysningerne forelagt af Belgien den 4. juni 2013 var den faktiske rente 1,99 % ved frigivelsen af de to rater.
- (58) Hovedstolen skulle tilbagebetales [...]. Renterne beløb sig til [...]. I henhold til låneaftalens artikel 5 [...].
- (59) Den 29. juni 2011 aftalte parterne, at SIF skulle tilbagebetale lånet før tid i tre rater fordelt over 2011, 2012 og 2013 i lyset af den globale negative situation i stålindustrien og ændringen af kontrollen med SIF. Den 30. juni 2011 tilbagebetalte SIF en del af hovedstolen, dvs. [15-25] mio. EUR, samt de forfaldne renter pr. denne dato, dvs. [1-2] mio. EUR. I henhold til det sidste tillæg af 30. september 2013 skal restgælden, dvs. [55-65] mio. EUR i hovedstol og [1-2] mio. EUR i renter, tilbagebetales før tid. I sit svar på indledningsafgørelsen informerede Belgien Kommissionen om, at SIF's fordring på FSIH var blevet helt indfriet.

2.2.6. FORANSTALTNING 6: KAPITALFORØGELSE PÅ 100 MIO. EUR I DLP

- (60) I sommeren 2011 indskød FSIH et samlet beløb på 100 mio. EUR i DLP, investeringsselskabet stiftet efter luxembourgsk ret med henblik på placering af FSIH's og Dufercos parallelle investeringer i Belgien. Denne investering fandt sted i to faser.
- (61) Den 29. juni 2011 ydede FSIH først et konvertibelt lån på 30 mio. EUR til DLP med en 1-årig Euriborrente plus 200 basispoint (dvs. $2,137 + 2\% = 4,137\%$). Lånets løbetid var ti år. Der var ikke knyttet nogen garanti til lånet henset til parternes ønske om at konvertere lånet til kapital. Lånet blev konverteret til kapital den 23. september 2011.
- (62) Den 7. juli 2011 deltog Dufenco gennem sit datterselskab DII i en kapitalforøgelse på 101 mio. EUR i DLP med 50,26 % af aktiekapitalen i DLP
- (63) Den 14. juli 2011 ydede FSIH et lån på 70 mio. EUR til DLP gennem en kapitalforøgelse.
- (64) Efter sin investering ejede FSIH 49,74 % af aktiekapitalen i DLP.
- (65) Kapitalforøgelsen på 201 mio. EUR (100 mio. EUR indskudt af FSIH og 101 mio. EUR indskudt af Dufenco) blev gennemført for at:
- købe aktierne i DLLPL og aktierne i et af Dufercos andre belgiske datterselskaber, Dufenco Trebos, for henholdsvis [80-100] og [5-15] mio. EUR. Disse transaktioner afspejlede Dufercos og NLMK's ønske om at placere alle Dufercos vallonske aktiver i DLP efter ophøret af partnerskabet mellem Dufenco og NLMK som allerede beskrevet under foranstaltning 3
 - overtage lagerbeholdningerne i Dufenco La Louvière Sales ⁽¹⁰⁾ for [50-70] mio. EUR
 - investere [30-40] mio. EUR i DLLPL, omdøbt til Dufenco Belgium, med henblik på produktion af et nyt strengstøbningsanlæg.
- (66) I december 2012 blev det besluttet at foretage en yderligere opdeling af Dufercos stålaktiviteter (de fleste var afsluttet) og andre aktiviteter i Vallonien. Dufenco Belgium beholder stålaktiviteterne, hvorimod diversificeringsaktiviteterne overtages af et nyt datterselskab i DLP, Dufenco Wallonie. Efter denne reorganisering ser koncernens organigram således ud:

Figur 2

Selskaberne omfattet af foranstaltning 6

[...]

⁽¹⁰⁾ Dufenco La Louvière Sales kontrolleres af SIF.

3. SAMMENDRAG AF TVIVL UDTRYKT I INDLEDNINGSAFGØRELSEN

3.1. FOREKOMSTEN AF STØTTE

3.1.1. FORANSTALTNING 1

- (67) Kommissionen minder om, at den ikke var i tvivl om vilkårene for FSIH's erhvervelse af aktier i Duferco US. Kommissionen var derimod i tvivl om, hvorvidt vilkårene for FSIH's overdragelse af selskabets aktier i Duferco US er i overensstemmelse med det markedsøkonomiske investorprincip. Kommissionen fremsatte forskellige argumenter, der underbyggede denne tvivl.
- (68) Salgsprisen i euro var for det første den samme i 2006 som købsprisen i 2003, hvilket giver en middelmådig fortjeneste i besiddelsesperioden. Dette overraskede Kommissionen i lyset af Duferco US' positive resultater i perioden 2003-2006 og den hermed forbundne forøgelse af selskabets egenkapital. Kommissionen var i denne forbindelse ikke enig med Belgien i, at aktieafkastet burde værdiansættes i amerikanske dollar (Duferco US' funktionelle valuta) og ikke i euro (FSIH's funktionelle valuta).
- (69) Kommissionen var derudover overrasket over, at der ikke blev foretaget en værdiansættelse forud for fastsættelsen af prisen for udnyttelse af optionen.
- (70) Kommissionen satte ligeledes spørgsmålstegn ved FSIH's grunde til at trække sig ud, og navnlig ved selskabets forventning om en vending af konjunkturerne i de kommende år. Kommissionen tvivlede i denne forbindelse på, at en privat investor ville have accepteret en option med så lang løbetid (næsten ti år), selv i forventning om en snarlig vending af konjunkturerne. Kommissionen noterede desuden, at aftalerne i 2005 og 2006 indgået med Duferco og [...] mindskede Duferco US' eksponering for markedsudsving og således bidrog til at gøre selskabet mere attraktivt.
- (71) Endelig var Kommissionen overrasket over, at købsoptionen var blevet ydet uden betaling, selv om den repræsenterede en bestemt økonomisk værdi for Duferco, der kunne udnytte denne, når det passede selskabet.

3.1.2. FORANSTALTNING 2

- (72) Kommissionen var i tvivl om, hvorvidt vilkårene for FSIH's overdragelse af sine aktier i DPH var i overensstemmelse med det markedsøkonomiske investorprincip.
- (73) Kommissionen mente ikke, at den amerikanske dollar burde anvendes til at vurdere afkastet af investeringen i DPH, og tvivlede desuden navnlig på, om metoden til fastsættelse af salgsprisen var egnet. Kommissionen var navnlig overrasket over forskellen mellem den pris, som parterne havde fastsat, og prisen i Ernst & Youngs uafhængige evaluering i 2006.
- (74) I den foreløbige undersøgelsesfase havde Belgien således begrundet disse forskelle med, at der var taget højde for fem nedslag. Kommissionen mente ikke, at disse nedslag reelt indgik i forhandlingerne mellem [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt] og FSIH, og ud over denne formelle skepsis satte Kommissionen spørgsmålstegn ved, om disse nedslag var økonomisk velbegrundede.
- (75) Endelig var Kommissionen i tvivl om FSIH's grunde til at trække sig ud.
- (76) Kommissionen konkluderede, at FSIH langt fra handlede som en privat investor, men udelukkende havde søgt at hente sin indledende investering på 80 mio. EUR hjem, om end forhøjet med det skyldige udbytte på 4 mio. EUR for 2005, der endnu ikke var blevet udbetalt til FSIH.

3.1.3. FORANSTALTNING 3

- (77) Kommissionen var i tvivl om, hvorvidt vilkårene for FSIH's investeringer i DSIH var i overensstemmelse med det markedsøkonomiske investorprincip.
- (78) Som svar på Belgiens bekræftelse af pari passu-karakteren af transaktionen bemærkede Kommissionen, at DSIH på investeringstidspunktet allerede var underlagt Dufercos kontrol, og at aktiverne overført til dette nye datterselskab også allerede var ejet af Duferco (50 % gennem SIF). Under disse omstændigheder var det kun den nye aktionær, som påtog sig nye risici, og transaktionen kunne ikke betragtes som en pari passu-transaktion.

- (79) Hvad angår værdiansættelsen af Duferco Diversification og selskabets datterselskaber:
- Kommissionen var forundret over værdiansættelsen på [...] mio. EUR af et projekt, der var i en så tidlig fase som projektet [...].
 - Kommissionen tvivlede på værdiansættelsen af Marcinelle-projektet henset til de underliggende forudsætninger.
- (80) Endelig var Kommissionen i tvivl om konsekvenserne for FSIH af videresalget af Duferco Diversification til DLP i 2011, idet FSIH kun ejede 49,7 % af aktierne i DLP, hvorimod FSIH ejede alle aktierne minus én i DSIH.

3.1.4. FORANSTALTNING 4 OG 5

- (81) Kommissionen tvivlede på Belgiens bekræftelse af, at den anvendte rentesats på de to lån ikke omfattede noget støtteelement, da renten var langt højere end den gennemsnitlige variable rente, som bankerne anvendte over for [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] og SIF-koncernen, dvs. henholdsvis 1,31 % og 1,92 %.
- (82) Med hensyn til lånet ydet til [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] var det ikke muligt at finde private lån af samme karakter på grundlag af de oplysninger, som Belgien forelagde på daværende tidspunkt.
- (83) Med hensyn til lånet ydet til SIF tvivlede Kommissionen på, at man kunne sammenligne selskabet med et selskab med en AAA-rating, og Kommissionen undrede sig over, at der ikke var stillet sikkerhed for dette lån.
- (84) Kommissionen var derfor ikke i stand til endeligt at udelukke muligheden for, at lånene ydet til [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] og SIF omfattede statsstøtteelementer.

3.1.5. FORANSTALTNING 6

- (85) Kommissionen nærede tvivl om foreneligheden af kapitalforøgelsen på 100 mio. EUR i DLP med det markedsøkonomiske investorprincip.
- (86) Kommissionen bemærkede, at investeringen ikke på forhånd kunne betragtes som en pari passu-investering, da den blev foretaget til fordel for Duferco i et selskab, som koncernen allerede ejede. Under disse omstændigheder påtog den offentlige og den private aktionær sig ikke de samme risici, idet den private aktionær ikke kunne betragtes som uafhængig i lyset af den pågældende investering.
- (87) Med hensyn til prisen for de aktiver, der skulle erhverves af DLP, tvivlede Kommissionen navnlig på den anvendte metode til værdiansættelse af DLLPL og Duferco Trebos og af lagerbeholdningerne overtaget fra Duferco La Louvière Sales.

3.2. FORENELIGHED

- (88) Kommissionen anførte, at der tilsyneladende ikke var nogen rammebestemmelser eller retningslinjer fra Kommissionen vedrørende kriterier for foreneligheden af statsstøtte, som kunne anvendes på de omhandlede foranstaltninger. Med hensyn til muligheden for regional støtte var en sådan støtte i stålindustrien ikke forenelig med det indre marked i henhold til de relevante tekster.

4. BELGIENS BEMÆRKNINGER

4.1. FORANSTALTNING 1

- (89) Med hensyn til det markedsøkonomiske investorprincip kan det ifølge Belgien ikke antages, at transaktionen ikke er gennemført til markedspris, i lyset af den særlige kontekst for salget af aktierne i Duferco US.
- (90) Belgien bemærker for det første, at den funktionelle valuta, der anvendes af Duferco US, selskab etableret i USA, er den amerikanske dollar i overensstemmelse med den internationale regnskabsstandard IAS 21.9. Belgien mener derfor, at FSIH's investering og beregningen af investeringsafkastet skal foretages i amerikanske dollar og ikke i euro efter omregning. Belgien tilføjer, at FSIH har påtaget sig risikoen ved ikke at sikre sig mod valutarisici, da det var meget vanskeligt at få dækket risikoen på grund af transaktionens karakter, og navnlig på grund af usikkerheden forbundet med datoen for udtræden af investeringen. Belgien bekræfter således, at investeringsafkastet var 6,81 % p.a. i amerikanske dollar.

- (91) Belgien bestrider desuden, at egenkapitalens værdi skal indgå i værdiansættelsen af Duferco US. Belgien gør for det første gældende, at en forøgelse af egenkapitalen ikke nødvendigvis øger selskabets markedsværdi, selv om den naturligvis indvirker på selskabets bogførte værdi. For det andet understreger Belgien de kraftige udsving i selskabets overskud i de år, som Kommissionen undersøger. I denne forbindelse er Belgien ikke enig i Kommissionens udtalelse om, at perioden 2003–2006 »som helhed var en gunstig periode« for Duferco US og Farrell.
- (92) Belgien mener derimod, at der bør anvendes en værdiansættelsesmetode baseret på en multipel af EBITDA (resultat før renter, skat og af- og nedskrivninger) i stedet for en evaluering baseret på egenkapitalen. Belgien bestrider værdien af den multipel, som Kommissionen har anvendt ved at basere sig på S&P Capital IQ's uafhængige database. Belgien anfører, at den gennemsnitlige multipel for selskaber, der kan sammenlignes med Duferco US, (mellem [...] og [...]), er lavere end Kommissionens ([...]). Værdiansættelsen af Duferco US bliver således lavere end 49,9 %. Den overdragelsespris, som parterne har aftalt ([...] mio. USD), vil ifølge Belgien være betydeligt højere end værdiansættelsen af de afhændede aktier ([...] mio. USD med en multipel på [...] og [...] mio. USD med en multipel på [...]).
- (93) For at udbygge sin værdiansættelse påpeger Belgien herefter konsekvenserne af de forsyningsaftaler, som Farrell, Duferco og [...] indgik i september 2005 og januar 2006. Belgien påpeger, at stabiliseringen af Farrells EBITDA som følge af disse aftaler, der mindskede forholdet mellem investeringens risiko/afkast, begrundede en overdragelsespris for FSIH's aktier i Duferco US på mellem [...] mio. USD og [...] mio. USD. Belgien understreger, at den endeligt aftalte overdragelsespris ([...] mio. USD) er betydeligt højere end disse værdiansættelser.
- (94) Med hensyn til FSIH's udtræden fremfører Belgien endelig forskellige grunde: i) indgåelsen af aftalen om levering af plader med [...], der imidlertid kunne reducere Duferco US' potentielle overskud, selv om aftalen samtidig stabiliserede resultaterne, ii) de igangværende forhandlinger om afståelse af 50 % af aktierne i SIF til NLMK, der havde til hensigt at integrere Duferco US i partnerskabet med den russiske koncern, iii) FSIH's forventning om en snarlig vending af konjunkturerne i stålsektoren, iv) den rigelige likviditet i Duferco-koncernen, der skabte rige muligheder for, at FSIH kunne overdrage sine andele i Duferco US.
- (95) Med hensyn til prisen og købsoptionens udløb hævder Belgien, at prisen for optionen var integreret i den aftalte pris for udnyttelse, og at varigheden på næsten ti år var begrundet i usikkerheden forbundet med datoen for gennemførelse af den påtænkte transaktion mellem Duferco og NLMK.

4.2. FORANSTALTNING 2

- (96) Som svar på Kommissionens første betænkelighed understreger Belgien, at det er nødvendigt at evaluere investeringen i DPH i USD og ikke i euro, da USD er DPH's funktionelle valuta. Anvendelsen af USD som referencevaluta gør det muligt at beregne et årligt afkast på 8,81 % af aktierne i DPH.
- (97) Med hensyn til Kommissionens andre betænkeligheder begrundes Belgien forskellen mellem salgsprisen og intervallet i Ernst & Young-rapporten 2006 i fem nedslag.

4.2.1. NEDSLAG NR. 1 — VÆRDIANSÆTTELSE AF DPH'S TRADINGAFDELING

- (98) DPH er moderselskab for to store afdelinger: Trading (handel) og Industry (produktion). Den 29. september 2003, dvs. nogle måneder efter FSIH's erhvervelse af aktier i DPH, solgte DPH 50 % af andelen i sin tradingafdeling (Duferco International Trading Holding — [...]) til [...]. Dette salg blev gennemført på grundlag af tradingafdelingens bogførte værdi, idet prisen var baseret på halvdelen af egenkapitalen i Duferco International Trading Holding, dvs. 40,83 mio. USD eller 36,01 mio. EUR, beregnet på grundlag af den månedlige gennemsnitlige valutakurs USD-EUR i april 2003.
- (99) Ifølge de belgiske myndigheder er denne pris en markedspris. Der burde derfor tages hensyn til denne pris ved værdiansættelsen af hele koncernen ca. tre år efter. Ifølge Belgien burde Ernst & Young i sin rapport fra 2006 have taget højde for tradingafdelingens bogførte værdi i stedet for at anvende sin egen evalueringsmetode — dvs. »price/earnings ratio«-metoden — på koncernen som helhed. Belgien har derimod ingen indvendinger imod, at produktionsafdelingen fortsat evalueres på grundlag af price/earnings ratio-metoden.

- (100) Ved værdiansættelse af tradingafdelingens bogførte værdi skal der foretages et nedslag på mellem 20 og 31 mio. USD i værdiansættelsen i Ernst & Young-rapporten fra 2006.
- (101) Belgien understreger endelig, at den ratio, som Ernst & Young anvendte i sin rapport fra 2006, ikke afspejlede DPH's risikoprofil, selv om man ønskede at anvende price/earnings ratio-metoden på koncernen som helhed. Selv om man vælger en sådan metode, er det således fortsat nødvendigt at vurdere trading- og produktionsafdelingen særskilt på grundlag af særskilte ratioer. I Ernst & Young-rapporten 2006 er der begået en fejl ved at anvende en ratio, som udelukkende er baseret på sammenlignelige virksomheder i industrien, på hele koncernen (herunder tradingafdelingen). Ifølge Belgien er handel nemlig en mere risikofyldt aktivitet end produktion. I forbindelse med denne type aktivitet bør der derfor anvendes en lavere price/earnings ratio, der afspejler investorenes lavere risikotolerance for denne risikoprofil (Belgien har forelagt data fra S&P Capital IQ for at underbygge denne konstatering). Ved at undlade dette har Ernst & Young overvurderet DPH i sin rapport fra 2006.

4.2.2. NEDSLAG NR. 2 — STÅLMARKEDETS CYKLICALITET

- (102) Belgien understreger, at den periode, som Ernst & Young har valgt til at beregne det overskud og den price/earnings ratio, der skal anvendes ved værdiansættelsen af Duferco US, ikke i tilstrækkelig grad afspejler stålindustriens cyklicalitet. Da denne periode kun dækker fire år fra 2003 til 2006, omfatter den tre gode år (2004, 2005 og 2006) og kun et dårligt år (2003). Parterne har derfor tilføjet årene 2001 og 2002 i deres analyse og defineret andre vægte end Ernst & Young for hvert enkelt år.
- (103) De værdier og vægte, som parterne har valgt, resulterer i en værdiansættelse af DPH på [...] mio. USD (mod [...] mio. USD i Ernst & Youngs referenceeksempel). Disse betydelige forskelle i værdiansættelsen, hvortil kommer konsekvenserne af de øvrige nedslag og justeringer, vidner om Ernst & Youngs overvurdering af DPH i 2006.

4.2.3. NEDSLAG NR. 3 — ANDELENES MANGLENDE LIKVIDITET

- (104) Ifølge Belgien bør der ske et nedslag, som afspejler den manglende likviditet af FSIH's andele i DPH. Der skal generelt tages højde for følgende faktorer ved evalueringen af likviditeten af et selskabs aktier:
- Købsoption: Har aktionæren en option på at sælge sine aktier til en på forhånd aftalt pris? En sådan option, som ikke eksisterer i denne sag, ville have forøget aktiernes likviditet.
 - Bestemmelser, der mindsker aktiernes tiltrækningskraft: FSIH og [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt] rådede begge over en forkøbsret i tilfælde af et påtænkt salg af andele til tredjemand. Denne type bestemmelser mindsker mærkbart en tredjemands interesse i at indlede lange og kostbare forhandlinger med en af de eksisterende aktionærer om erhvervelse af andele. Hvis forhandlingerne munder ud i et tilbud, kan den anden eksisterende aktionær udnytte sin forkøbsret.
 - Udbytte: Fremover kan FSIH kun forvente at få tildelt et forholdsvis beskedent udbytte svarende til et årligt afkast på 4,8 % (et udbytte på 4 mio. EUR p.a.). Et beskedent udbyttensniveau mindsker imidlertid en akties likviditet.
 - Risikofaktorer, der berører investorerne: På grund af den betydelige cyklicalitet i stålindustrien og udsvingene i DPH's overskud opererede DPH i et meget risikabelt miljø. Et sådant risikoniveau mindsker en akties likviditet.
 - Vækstperspektiver: I 2006 blev markedet anset for at være på toppen, og vækstperspektiverne for de kommende år var derfor begrænsede. En sådan faktor mindsker ligeledes aktiernes likviditet.
 - Aktieandelens størrelse: Jo større andel, desto færre potentielle købere. Dette er endnu mere relevant, når aktieandelen er betydelig, men der fortsat er tale om en mindretalsaktiepost, som i denne sag.
 - Selskabets størrelse og finansielle soliditet: DPH, der har en egenkapital på [...] mio. EUR ifølge Ernst & Young-rapporten 2006, kan betragtes som en lille eller mellemstor virksomhed. Aktier i en SMV, der desuden ikke er børsnoteret, er vanskeligere at afhænde end aktier i en stor virksomhed.

- (105) I lyset af disse faktorer og »andre aktørers manglende interesse i disse aktier« valgte parterne at foretage et nedslag for manglende likviditet på 40 % imod de 30 %, der blev anbefalet af Ernst & Young.
- (106) Belgien mener ikke, at det er nødvendigt at begrunde de supplerende nedslag nærmere, da disse nedslag holder sig inden for de intervaller, der normalt anvendes, og nedslaget på 40 % er forhandlet af parterne.

4.2.4. NEDSLAG NR. 4 — FORBEHOLD VEDRØRENDE PRÆFERENCEUDBYTTE TIL FSIH

- (107) FSIH havde forhandlet sig frem til et præferenceudbytte på 4 mio. EUR om året i regnskabsårene 2005-2012. Ernst & Young havde taget højde herfor i sin værdiansættelse fra 2006, idet det blev antaget, at FSIH kunne forvente at modtage 4 mio. USD ⁽¹⁾ om året i syv år frem til 2012 (26,3 mio. USD i nutidsværdi).
- (108) Ernst & Young har ikke tilføjet denne nutidsværdi direkte i sin værdiansættelse. Ernst & Young har foretaget et nedslag på 6,2 % ud fra den vurdering, at risikoen for, at dette præferenceudbytte ikke blev udbetalt, kunne sammenlignes med risikoen for misligholdelse af en obligation med BBB-rating. I Ernst & Young-rapporten 2006 er der således blevet tillagt 22,2 mio. USD til den beregnede værdi for 25 % af andelene i DPH.
- (109) Ifølge Belgien vurderede parterne på daværende tidspunkt, at dette nedslag på 6,2 % ikke var tilstrækkeligt til at afspejle risikoen for, at præferenceudbyttet ikke blev udbetalt.
- (110) Belgien fremfører i denne forbindelse to hovedargumenter. Det første argument vedrører DPH's svingende resultater, der betyder, at DPH må give afkald på udbetaling af udbytte i tilfælde af utilstrækkelig indtjening eller likviditet. Belgien understreger i denne forbindelse, at beslutningen om udbetaling af præferenceudbytte henhørte under selskabet. Det andet argument vedrører organisationen af Duferco-koncernen. Da det selskab, der udbetaler udbytte, var et holdingselskab (DPH), var overskud på koncernniveau blot en konsolidering af datterselskabernes overskud. Af forskellige årsager (herunder navnlig skattelovgivning, finansielle forpligtelser, kontraktlige forpligtelser) var det ikke altid nemt eller endog muligt at overføre datterselskabernes overskud til holdingselskabet.
- (111) Alle disse faktorer skabte reel usikkerhed omkring den fremtidige udbetaling af præferenceudbytte i DPH. Ifølge Belgien skulle det beregnede nedslag nødvendigvis være højere end det nedslag, der ville have været anvendt for fremtidigt udbytte af obligationer med en BBB-rating. Parterne var derfor nået frem til 14 % — dvs. et nedslag på 4 mio. USD i forhold til Ernst & Youngs evaluering.

4.2.5. NEDSLAG NR. 5 — BONUS FOR ERHVERVELSE AF KONTROL

- (112) Nedslag nr. 5 handler i realiteten om at undlade at basere sig på den alt for høje værdiansættelse, der anbefales i Ernst & Young-rapporten 2006. I denne rapport konstaterer Ernst & Young således, at FSIH i henhold til aktionæroverenskomsten er indehaver af særlige rettigheder, der giver selskabet mulighed for at få indflydelse på en række af koncernens strategiske beslutninger. I Ernst & Young-rapporten 2006 vurderes det derfor, at der bør tillægges en bonus for erhvervelse af kontrol på mellem 0 og 10 % af aktiernes værdi.
- (113) Ifølge Belgien valgte parterne ikke at anvende en sådan bonus for erhvervelse af kontrol, da de pågældende rettigheder i realiteten ikke havde nogen handelsværdi ved overdragelse til tredjemand eller til [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt]. Ifølge Belgien kunne [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt] i tilfælde af overdragelse til tredjemand således gøre indsigelse mod overdragelsen af rettighederne i henhold til DPH's aktionæroverenskomst. [Det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt] skulle derfor ikke betale et bestemt beløb for at genvinde den fulde kontrol.
- (114) Belgien bemærker, at parterne havde aftalt, at de særlige rettigheder, der var knyttet til andelene i FSIH i henhold til aktionæroverenskomsten, ophørte ved en af disse aktionærers overdragelse af sine aktier til tredjemand. De særlige rettigheder i henhold til aktionæroverenskomsten giver uden tvivl FSIH ret til i det mindste at påvirke forvaltningen af DPH, og disse rettigheder havde derfor nødvendigvis en vis værdi på tidspunktet for FSIH's erhvervelse af andele i DPH, men FSIH kunne ikke desto mindre ikke frit overdrage selskabets særlige rettigheder til tredjemand. Disse rettigheder havde således ingen handelsværdi.

⁽¹⁾ Det skal bemærkes, at Ernst & Young har begået en fejl ved at erstatte euro med dollar.

4.2.6. ANDRE FORHOLD

- (115) Belgien fremfører to andre elementer, der ikke har ført til et nedslag, men som Belgien ønsker at nævne, således at Kommissionen får kendskab til de forskellige forhandlingselementer, der blev drøftet af parterne inden fastlæggelsen af den endelige pris.
- (116) Det første element vedrører aftalen fra 2005 mellem DPH og Farrell om overførsel af visse indtægter til Farrell. Som følge af denne aftale foretages der i Ernst & Young-rapporten 2006 et nedslag på 5,5 mio. USD i den rapporterede indtjening («reported earning») i de enkelte omhandlede år. Parterne har ikke forhøjet dette nedslag.
- (117) Det andet element vedrører en forsyningsaftale med selskabet [...]. I henhold til denne aftale skulle der indkøbes en betydelig mængde halvfabrikata (plader) til en pris, der svarede til produktionsomkostningerne. For DPH indebar denne aftale både en risiko for tab og en mulighed for gevinst afhængigt af de globale stålpriser. Denne aftale indeholdt krav om kapitalindsud og betaling af høje bøder i tilfælde af udtræden, og den udgjorde således en potentiel behæftelsesrisiko for DPH. Der blev ikke sat tal på denne risiko i Ernst & Young-rapporten 2006, og i henhold til de oplysninger, som Belgien har forelagt Kommissionen, har parterne heller ikke gjort dette.
- (118) Endelig ønsker Belgien at understrege grundene til FSIH's udtræden, dvs. sektorens cyklicitet, indtræden af og indflydelse til nye investorer i Dufenco-koncernen ([...] og NLMK) og tilgængeligheden af likviditet i Dufenco-koncernen. Belgien understreger i denne forbindelse, at den fælles virksomhed med NLMK var et tegn på Dufencos ønske om at trække sig gradvist ud af industriel stålproduktion og satse på nye aktiviteter såsom rensning af grunde og udvikling af energiprojekter. FSIH er gået samme vej ved at trække sig fra DPH og investere i nye diversificeringsprojekter i koncernen (jf. foranstaltning 3).

4.3. FORANSTALTNING 3

- (119) Belgien begrundet prisen på [...] mio. EUR i forskellige forhold.

4.3.1. KOMMERCIELLE FORDRINGER

- (120) Carsid Développement, der har skiftet navn til Dufenco Diversification, overtog kommercielle fordringer for [30-37] mio. EUR på et andet selskab i koncernen (Dufenco La Louvière Sales).

4.3.2. MERVÆRDIEN AF PROJEKTET [...]

- (121) Dufenco-koncernen har siden [...] 2002 haft fokus på udviklingen af et omfattende projekt vedrørende omlægning af grunde. Selv om grundene ejes af Dufenco Développement, har Carsid Développement (der har skiftet navn til Dufenco Diversification) fået til opgave at udvikle dette projekt.
- (122) Belgien præciserer, at det på datoen for FSIH's beslutning om at godkende erhvervelsen af aktier i DSIH, dvs. den 5. december 2006, allerede var besluttet, at Dufenco Développement, der ikke rådede over menneskelige ressourcer, ville anmode Dufenco Diversification om at forestå det forberedende arbejde og rensningen af grunden [...]. Med hensyn til betalingen til Dufenco Diversification for leverede ydelser inden for rammerne af dette projekt var det allerede blevet aftalt, at Dufenco Diversification skulle have halvdelen af den forventede fortjeneste ved salg af Dufenco Développementets grund, og den anden halvdel skulle tilfalde Dufenco Développement.
- (123) Belgien erkender, at den formelle aftale mellem Dufenco Diversification og Dufenco Développement blev indgået sent, da der var tale om et komplekst og ambitiøst ejendomsprojekt. Der var således visse aspekter, der stadig skulle tages stilling til ud fra konklusionerne fremsat af det »syndicat d'études«, som var blevet etableret ved ministeriel bekendtgørelse af 18. januar 2007, dvs. en måned efter FSIH's indtræden i DSIH.
- (124) Betalingen til Dufenco Diversification inden for rammerne af projektet [...] blev endeligt formaliseret i en aftale indgået den 4. februar 2009 mellem Dufenco Développement, ejer af grunden, og Dufenco Diversification. Belgien anfører, at fortjenesten ved salget af den rensede grund som oprindeligt aftalt deles ligeligt mellem Dufenco Développement og Dufenco Diversification i henhold til aftalen indgået i 2009. Denne aftale fra 2009 er således blot formaliseringen af en eksisterende aftale mellem Dufenco Développement og Carsid Développement indgået i 2006. Inddragelsen af dette projekt i værdiansættelsen af Carsid Développement var således udelukkende begrundet i FSIH's investering i DSIH.

- (125) Belgien understreger endvidere, at FSIH siden 2006 har baseret sin investering på en værdiansættelse af projektet. Ifølge Belgien blev det forventede projektafkast [...] i 2006 forsigtigt sat til [...] mio. EUR.
- (126) Dette beløb svarede til forskellen mellem de anslåede omkostninger til rensning af grunden [...] ([...] mio. EUR i henhold til en sagkyndig rapport fra 2006) og værdien af Duferco Développements grund (ifølge Belgien allerede anslået til [...] mio. EUR — en værdi, der i januar 2010 blev bekræftet af vurderingsfirmaet Galtier).
- (127) Belgien mener derfor, at FSIH har handlet konservativt og forsigtigt ved at kræve, at parterne tilbageholder et overskud på [...] mio. EUR, der i henhold til deres aftale fordeles ligeligt mellem Duferco Développement og Duferco Diversification (dvs. at DSIH skal tage højde for [...] mio. EUR).
- (128) I forbindelse med den interne reorganisering i Duferco blev projektet [...] overført til Duferco Wallonie den 19. december 2012, og værdien blev ansat til [...] mio. EUR. Dette beløb svarede til den forventede merværdi af projektet, der blev revurderet i 2012 i forbindelse med nye ekspertvurderinger.
- (129) Belgien har indtil videre ikke forelagt andre oplysninger om, hvorvidt projektet [...] er blevet gennemført, og om, hvorvidt det har været en kommerciel fiasko eller succes.

4.3.3. INDSKUD AF FAST EJENDOM I ET DATTERSELSKAB I DUFERCO DIVERSIFICATION

- (130) Visse af Duferco La Louvières aktiver i fast ejendom er blevet overført til Duferco Immobilière, et datterselskab i Duferco Diversification. Deres værdi, attesteret af et rådgivningsfirma, er ansat til mellem [14-21] og [15-22] mio. EUR.

4.3.4. VÆRDIEN AF PROJEKTET MARCINELLE ÉNERGIE

- (131) Marcinelle Énergie, et datterselskab i Duferco Diversification, havde i 2006 til opgave at afslutte opførelsen af et CCGT-kraftværk (kombineret gas- og dampturbine) i Charleroi. FSIH baserede sig på en ekspertvurdering udarbejdet af rådgivningsfirmaet Bain («Bain») i juli 2006 med henblik på værdiansættelse af dette projekt.
- (132) Ifølge Bain kunne projektets samlede værdi anslås til [...] mio. EUR: i) en netto nutidsværdi på [...] mio. EUR for selve kraftværket og ii) [...] mio. EUR ved tildeling af alle CO₂-kvoterne til projektet.
- (133) En foreløbig værdiansættelse foreslået af Bain var baseret på i) en netto nutidsværdi på [...] mio. EUR (under forudsætning af, at Duferco ikke slog sig sammen med et elskabskab) og ii) [...] mio. EUR ved en tildeling af blot 50 % af CO₂-kvoterne. Værdiansættelsen af CO₂ er efterfølgende blevet yderligere reduceret på grund af risikoen for nedsættelse af kvotehandelsprisen. FSIH accepterede i sidste ende en CO₂-kvoteværdi på [...] mio. EUR.
- (134) På grundlag af denne ekspertvurdering har FSIH med rette kunnet forvente, at investeringen i opførelsen af et CCGT-kraftværk ville give en netto nutidsværdi på [...] mio. EUR ([...] mio. EUR). Det anføres imidlertid i Bain-rapporten, at et samarbejde med et erfarent elskabskab ville gøre det muligt at øge værdien og således projektets netto nutidsværdi til [...] mio. EUR.
- (135) Ifølge Belgien var Marcinelle Énergie-projektets samlede middelværdi forsigtigt anslået på grundlag af ekspertvurderingen udarbejdet af Bain således [...] mio. EUR.
- (136) I lyset af denne værdiansættelse indledte FSIH drøftelser om værdiansættelsen af Marcinelle Énergie-projektet på grundlag af sonderende kontakter med aktører i energisektoren etableret af Duferco-koncernen med henblik på indgåelse af et partnerskab. Som drøftelserne med de vigtigste aktører i energisektoren — herunder EDF, ELECTRABEL, SPE, NUON og ENEL — vidner om, var der stor interesse for Marcinelle Énergie-projektet, og der syntes at være store muligheder.
- (137) Der blev ikke desto mindre kun nævnt beløb på ca. [...] mio. EUR under disse sonderende kontakter for erhvervelsen af 80 % af andelen i Marcinelle Énergie-projektet, og på FSIH's foranledning blev projektets middelværdi på [...] mio. EUR anslået af Bain nedsat under hensyntagen til de beløb, der blev nævnt under disse uformelle drøftelser.

- (138) I sidste ende blev værdien af 80 % af projektet anslået til [...] mio. EUR. Med hensyn til de resterende 20 % af projektet aftalte FSIH og Duferco at værdiansætte denne del til 20 % af projektets middelværdi i henhold til Bains ekspertvurdering, dvs. til [...] mio. EUR (20 % af [...] mio. EUR). Marcinnelle Énergie-projektets samlede værdi blev således anslået til [...] mio. EUR.
- (139) Belgien understreger således, at da FSIH i 2006 besluttede at erhverve kapital i DSIH sammen med Duferco Développement, havde der været drøftelser om værdien af projektet vedrørende opførelse af Marcinnelle Énergie, der mundede ud i, at parterne anslog projektets værdi til klart under middelværdien på [...] mio. EUR anslået i Bains rapport, og at parterne i sidste ende anslog værdien til [...] mio. EUR. FSIH havde således sikret, at der blev anvendt en meget forsigtig beregningsmetode.
- (140) Det følger heraf, at parterne i sidste ende foretog en forsigtig værdiansættelse, der var langt lavere end det maksimale afkast, som projektet kunne forventes at generere. Det er således grundlæggende forkert at kritisere FSIH for angiveligt at have investeret »et beløb, der svarer til det forventede projektafkast« (betragtning 161 i Kommissionens indledningsafgørelse).
- (141) Belgien indrømmer imidlertid, at medregningen af værdien af CO₂-emissionskvoterne forudsatte, at kraftværket blev meget hurtigt operationelt, under alle omstændigheder i løbet af 2009. Hvis projektet blev forsinket, ville der ikke længere være mulighed for at få tildelt tilgængelige CO₂-emissionskvoter.
- (142) To år efter disse drøftelser — i juni 2008 — solgte Duferco Diversification 80 % af projektet Marcinnelle Énergie til det italienske selskab ENEL for [30-37] mio. EUR. Dette salg omfattede en salgsoption, der gav Duferco Diversification mulighed for at afhænde sine resterende andele ([...]) til ENEL et år efter idriftsættelsen af kraftværket til [...] mio. EUR forhøjet med dækningen af eventuelle tab som følge af en aftale om levering til kostpris (»off-take right«).
- (143) Konjunkturerne på elektricitetsmarkedet vendte sig imidlertid brat fra 2010, og CCGT-kraftværkernes rentabilitet faldt derfor kraftigt. Dette var ikke til hinder for idriftsættelsen af kraftværket den 31. marts 2012.
- (144) I starten af 2013 udnyttede Duferco Diversification (der har skiftet navn til Duferco Belgium) sin ret til at udtræde for [...] mio. EUR, forhøjet med [...] mio. EUR til dækning af konstaterede tab som følge af en aftale om levering til kostpris, med [...] mio. EUR i form af godtgørelse for gasprisen og [...] mio. EUR »for revurderinger og diverse renter« (uden præciseringer).
- (145) Marcinnelle Énergie-projektet blev i sidste ende overdraget for i alt [70-78] mio. EUR. Som understreget af Belgien skal de gennemførte investeringer ([...] mio. EUR) og konstaterede tab (ca. [...] mio. EUR) i perioden 2006-2013 fratrækkes dette beløb, og den ikke-aktualiserede nettofortjeneste bliver således ca. [40-46] mio. EUR.
- (146) Disse resultater er dårligere end forventet i 2006. Belgien forklarer disse resultater med den fuldstændige vending af konjunkturerne på gasmarkedet i 2010 og bemærker, at ENEL-koncernen ligeledes har tabt penge på dette projekt.

4.3.5. INDVIRKNINGEN AF DE FIRE ELEMENTER

- (147) På grundlag af de fire nævnte elementer konkluderede FSIH og Duferco-koncernen i 2006, at værdien af Duferco Diversification lå på mellem [...] mio. EUR og [...] mio. EUR. Værdien anslås i sidste ende til [...] mio. EUR, hvoraf halvdelen indskydes af FSIH.
- (148) Belgien gør gældende, at denne investering i DSIH bør betragtes som en pari passu-investering sammen med Duferco Développement. Da FSIH og Duferco Développement har investeret de samme beløb, har de samme interesser og løber samme risici. Belgien minder i denne forbindelse om, at DSIH ikke indgik i Duferco-koncernen forud for FSIH's investering, da selskabet var blevet stiftet den 29. november 2006 af tredjemand (under navnet [...]), før det blev overdraget til FSIH og Duferco Développement som et SPV-selskab for deres fælles investeringer i december 2006. Af disse forskellige årsager var FSIH's intervention forenelig med det markedsøkonomiske investorprincip.

- (149) Det skal erindres, at DSIH den 8. juli 2011 solgte sine aktier i Duferco Diversification til DLP for samme beløb, dvs. [...] mio. EUR. DLP har imidlertid ikke betalt dette beløb, og Duferco Diversification har således en fordring på [...] mio. EUR på DLP i sit regnskab.

4.4. FORANSTALTNING 4 OG 5

- (150) Med hensyn til lånet til [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] afviser Belgien ethvert støtteelement. Belgien minder om, at den gennemsnitlige variable rente på banklånene optaget af de forskellige datterselskaber i [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] var [1,1-1,55] % i 2009, dvs. lavere end rentesatserne på de omhandlede lån.
- (151) Belgien fastholder, at denne sammenligning er relevant, da de lån, der indgår i beregningen, sagtens kan sammenlignes med lånet ydet af FSIH. Belgien er ikke enig med Kommissionen i, at disse lån ikke kan anvendes i en komparativ analyse.
- (152) Ifølge Belgien er det således forkert af Kommissionen at anvende kriterier såsom lånets løbetid, lånebeløbet eller lånets karakter for at afgøre, som private lån kan sammenlignes med FSIH's lån. Denne tilgang er ikke i overensstemmelse med meddelelsen fra Kommissionen om revision af metoden for fastsættelse af referencesatsen og kalkulationsrenten («2008-meddelelsen om referencesatsen») ⁽¹²⁾, hvor det udtrykkeligt præciseres, at »denne margen stort set er uafhængig af lånets løbetid.«
- (153) Belgien illustrerer denne manglende sammenhæng mellem løbetid, beløb og karakter på den ene side og margin på den anden side gennem en analyse af de lån, som kommercielle banker har ydet til Duferco. Rentesatserne for bankernes største lån varierer mellem [0,9-1,35] % og [1,7-2,2] %, hvilket ofte er lavere end satserne for små lån (op til [2,25-2,75] % for et lån på [...] mio. EUR eller endog [2,3-2,75] % for et lån på [...] mio. EUR). Satserne på lån til driftskapital svinger mellem [0,75-1,15] % og [2,75-3,25] %, hvorimod satserne på lån til investeringer («Capex») svinger mellem [1,5-2] % og [2,75-3,25] %.
- (154) Ifølge Belgien er der desuden ingen krav om, at det skal dokumenteres, at et offentligt lån er helt identisk med et eksisterende privat banklån på alle punkter for at kunne udelukke ethvert støtteelement. Det er hverken et krav i henhold til EU's statsstøtteregele eller retspraksis, at offentlige lån skal være identiske med private lån med hensyn til løbetid, beløb og karakter for at udelukke ethvert støtteelement.
- (155) Med hensyn til ratingen af [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] udleder Belgien af de anvendte satser for de forskellige banklån til Duferco, at selskabet var berettiget til en AAA-rating, Belgien baserer sig i denne forbindelse på satserne for selskaber med A-AAA-rating og høj sikkerhedsstillelse i 2008-meddelelsen om referencesatsen i 2009: 2,37 % i september 2009 og 2,05 % i december 2009.
- (156) Belgien gør endelig gældende, at sikkerhedsstillelsen for FSIH's lån er ekstrem høj i forhold til 2008-meddelelsen om referencesatsen. Som følge af DPH's meget store finansielle soliditet er pantet i 15 % af selskabets aktier en fremragende sikkerhedsstillelse. Den næsten helt sikre karakter af fordringen på [...] mio. EUR, der først og fremmest skal anvendes til tilbagebetaling af lånet i tilfælde af ændring af kontrollen med SIF, gør desuden denne sikkerhedsstillelse meget solid.
- (157) Med hensyn til lånene ydet til SIF-koncernen viser sammenligningen, at der kun er en ganske lille sammenhæng mellem de kriterier, som Kommissionen anvender (løbetid, beløb og karakter), og rentesatsen på disse lån.
- (158) Sammenligningen viser ligeledes, at rentesatsen på FSIH's lån ligger tæt på rentesatsen på de forskellige lån, som private finansieringsinstitutter har ydet til SIF. Med en rentesats på 1,99 % var FSIH's rentesats således lidt højere end den gennemsnitlige rentesats på lånene til SIF-koncernen, der ligger i intervallet [1,65-2,15] %.
- (159) Hvis der kun tages højde for de langfristede lån, som SIF har optaget, vil intervallet være endnu lavere end dette gennemsnit på [1,65-2,15] %, nemlig mellem [1-1,5] % og [1,65-2,15] %.

⁽¹²⁾ EUT C 14 af 19.1.2008, s. 2.

- (160) I henhold til Belgien skal der føjes en margin på [20-60] basispoint til dette interval, da der ikke er sikkerhedsstilling for lånet til SIF. Dette skyldes ratingen »meget god« i henhold til bestemmelserne i 2008-meddelelsen om referencesatsen, som SIF kan henføres under. Denne forhøjelse giver et interval på mellem [1,5-2] % og [...] %, som lånet ydet af FSIH ligger inden for.
- (161) Da selskabet ikke havde en offentlig kreditvurdering, begrundet Belgien ratingen af SIF som »meget god« med det forhold, at rentesatserne anvendt af private finansieringsinstitutter svarede til (eller var lavere end) de fastlagte rentesatser i bestemmelserne i 2008-meddelelsen om referencesatsen for finansielt solide virksomheder (AAA-A-rating).

4.5. FORANSTALTNING 6

- (162) Ifølge Belgien er FSIH's investering i DLP foretaget på pari passu-vilkår med DII's investering, da i) de beløb, der er investeret af den private og den offentlige partner, er næsten identiske, ii) DLP ikke indgik i Dufenco-koncernen før denne investering, men netop var blevet stiftet med henblik på placering af FSIH's og DII's respektive investeringer, og iii) formålet med investeringerne ikke var at købe aktiver, der allerede var ejet af Dufenco-koncernen (men af SIF).
- (163) Belgien påpeger, at det forhold, at FSIH's investering i første omgang blev ydet i form af et konvertibelt lån (og blev konverteret hurtigt), er uden betydning. På datoen for ydelse af det konvertible lån indgik FSIH og DII således samtidig en aktionæroverenskomst, hvor de forpligtede sig til at foretage en kapitalforøgelse i DLP på henholdsvis 70 mio. EUR og 101 mio. EUR. Lånet på 30 mio. EUR bør således betragtes som et element i kapitalforøgelsen på 201 mio. EUR, som FSIH og DII aftalte på pari passu-vilkår.
- (164) Med hensyn til erhvervelsen af DLLPL-aktierne understreges det over for Kommissionen, at regionen Vallonien havde været aktionær i DLL siden 1999 gennem Sogepa og derfor havde et indgående kendskab til selskabets aktiviteter og finansielle situation. Dette forklarede, hvorfor parterne i forbindelse med DLP's investering i DLLPL ikke fandt det nødvendigt at udarbejde en behørig forretningsplan. FSIH havde fuldt kendskab til investeringsobjektet. Belgien mener endvidere, at FSIH på investeringstidspunktet kunne forvisse sig om denne forretningsplans forsigtige karakter, da prognoserne var i fuld overensstemmelse med de allerede tilgængelige tal. Det samme gælder for Dufenco Trebos.
- (165) Med hensyn til overtagelsen af lagerbeholdninger i Dufenco La Louvière Sales bekræfter Belgien, at selv om det er korrekt, at FSIH's og DII's investeringer i DLP har gjort det muligt for DLP at overtage et stort varelager til en værdi af [50-70] mio. EUR (salgsaftale af 30. juni 2011), er det vigtigt at understrege, at sælgeren af disse varer ikke var »et andet Dufenco-selskab«. Dufenco La Louvière Sales var på daværende tidspunkt og er i dag fortsat kontrolleret af SIF. Efter forhandlingerne blev lagerbeholdningerne overtaget til den bogførte værdi, selv om deres reelle værdi var langt højere.
- (166) Med hensyn til investeringen på [30-40] mio. EUR i DLLPL var der blevet udarbejdet særskilte forretningsplaner for forskellige investeringsprojekter eller -scenarier. Parterne valgte i sidste ende at investere [30-40] mio. EUR i DLLPL, der har skiftet navn til Dufenco Belgium. Der blev udarbejdet en enkelt forretningsplan i forbindelse med denne investering, som Belgien forelagde for Kommissionen. De andre forretningsplaner, som Belgien henviser til, var ikke relevante, da parterne i sidste ende opgav de påtænkte projekter eller scenarier.

5. DE INTERESSEREDE PARTERS BEMÆRKNINGER

5.1. FÆLLES BEMÆRKNINGER FRA [...], DSIH OG DLP OG DERES TILKNYTTETDE SELSKABER

- (167) Det er indledningsvis afgørende at præcisere, at [...], holdingselskab i Dufenco-koncernen, er efterfølger til [...] samt selskaberne [...] og [...], tidligere moderselskaber i DPH.

5.1.1. FORANSTALTNING 1

- (168) [...] understreger for det første, at selskabet er helt enig i Belgiens bemærkninger.

- (169) [...] vender senere tilbage til FSIH's grunde til at investere i Duferco US. Erhvervelsen af aktier i Farrell var knyttet til FSIH's ønske om at kontrollere anlægget, således at Duferco ikke opgav det belgiske anlæg til fordel for det amerikanske anlæg. Regionen Vallonien ønskede at beskytte sig mod risikoen for eventuelle potentielt modstridende interesser i Duferco til skade for regionen. FSIH's investering i Farrell havde desuden til formål at fremme et tættere samarbejde mellem de belgiske og amerikanske produktionsanlæg for at optimere informationsudvekslingen og eventuelle synergier mellem disse anlæg.
- (170) [...] mener, at det er vigtigt at understrege, at Duferco tog initiativ til FSIH's udtræden. I februar 2006 underskrev Duferco en hensigtserklæring sammen med NLMK om NLMK's overdragelse af en andel på 50 % i SIF. En af forhåndsbetingelserne var, at alle aktierne i Duferco US var ejet af SIF, hvilket således indebar køb af aktierne ejet af FSIH. Duferco havde således foreslået FSIH en købsoption for at få mulighed for at opfylde NLMK's krav og samtidig bevare den nødvendige fleksibilitet i lyset af den usikkerhed, der på daværende tidspunkt var forbundet med gennemførelsen af transaktionen. Dufercos købstilbud var samtidig interessant i lyset af det forventede ophør af stålproduktionen ultimo 2006, der gjorde investeringen mindre attraktiv.
- (171) [...] bekræfter Belgiens bemærkninger om, at muligheden for en forudgående udbudsprocedure rettet mod eventuelle potentielle købere ikke var relevant på grund af formålet med overdragelsen, nemlig salg af en mindretalsaktiepost i et privat selskab i et ikke-integreret produktionsanlæg. Selv om situationen ikke nødvendiggjorde en forudgående udbudsprocedure, fastholder [...], at overdragelsen ikke desto mindre fandt sted til markedspris.
- (172) [...] minder om, at Duferco US' funktionelle valuta er den amerikanske dollar. Det er således kun relevant af hensyn til FSIH's interne behov, at købsprisen er blevet betalt i euro.
- (173) Med henblik på at supplere regionen Valloniens værdiansættelser anmodede [...] KPMG om at værdiansætte FSIH's andel på 49,9 % i Duferco US pr. 14. juni 2006, datoen for tildeling af købsoptionen, på grundlag af dagsværdien.
- (174) KPMG mente, at FSIH's andel i Duferco US burde værdiansættes som en andel, der ikke giver kontrol og ikke kan omsættes, og at der samtidig skulle anvendes en bonus for erhvervelse af kontrol, da aktionæroverenskomsten af 9. april 2003 gav FSIH en betydelig indflydelse på Duferco US ud over den indflydelse, som en minoritetsaktionær har.
- (175) KPMG anfører, at de industrielle cyklusser i jernindustrien generelt varierer mellem tre og syv år. KPMG konstaterer, at selv om det gik godt i stålindustrien i 2006, var der klare tegn på alvorlige risici på grund af den svage nationale bilindustri og risikoen for en korrektion inden for erhvervsbyggeri.
- (176) Med primært udgangspunkt i cyklusser på tre og fem år og en værdiansættelse baseret på en multipel af sammenlignelige virksomheders EBITDA ansatte KPMG dagsværdien af andelen på 49,9 % i Duferco US til [...] mio. USD pr. 14. juni 2006.
- (177) [...] redegør herefter for sin holdning til drøftelserne om, hvorvidt der bør tages højde for egenkapitalens værdi ved værdiansættelsen af Duferco US. Selskabet bekræfter, at en værdiansættelse baseret på egenkapitalen som påtænkt af Kommissionen i indledningsafgørelsen ikke er den bedst egnede metode. Selskabet bemærker i denne forbindelse, at det, selv om der blev taget højde for egenkapitalen, i sidste ende ville blive konkluderet, at transaktionen var blevet gennemført til markedspris. For at dokumentere dette gør selskabet Kommissionen opmærksom på en transaktion, som den finder sammenlignelig, nemlig overdragelsen til NLMK af en andel på 50 % i SIF (ledsaget af en ubetinget købsoption på mindst en aktie i SIF). Den anvendte pris i denne transaktion fra 2006 svarede til en multipel af egenkapitalen i selskabet, der var næsten identisk med multiplen af den egenkapital, der repræsenterer FSIH's overdragelse af sin andel i Duferco US (i begge tilfælde en multipel tæt på 2). Da der ikke var nogen tegn på, at SIF-transaktionen ikke blev gennemført til markedspris, bekræftede denne sammenligning, at det, selv om der blev taget højde for egenkapitalen, i sidste ende ligeledes ville blive konkluderet, at transaktionen var blevet gennemført til markedspris.
- (178) Med hensyn til købsoptionens løbetid vurderer [...], at der er taget højde herfor i de samtidige forhandlinger om Dufercos eventuelle overdragelse af 50 % af kapitalen i SIF til NLMK. NLMK skulle udarbejde et første udkast til aftale om overdragelse af aktier og aktionæroverenskomst senest ti dage efter undertegnelsen af hensigtserklæringen. Selve hensigtserklæringen var kun gyldig indtil den 1. oktober 2006. Det var således hensigten, at

Duferco skulle træffe beslutning om at udnytte eller ikke udnytte købsoptionen i løbet af de første uger eller måneder efter FSIH's tildeling af denne option. Der var således ingen reel grund til, at parterne aftalte, at optionen var gældende indtil den 31. december 2015.

- (179) KPMG ansatte dagsværdien af købsoptionen til Duferco i juni 2006. KPMG er enig med Duferco i, at der bør tages højde for optionens løbetid («expected term», dvs. fire måneder), da optionen ikke kunne overdrages eller overføres, hvilket reducerede dens værdi kraftigt. KPMG anslår, at købsoptionens dagsværdi udgør [...] mio. USD.
- (180) Baseret på aftalens løbetid vil dagsværdien udgøre [...] mio. USD. Hvis der blev taget højde for dette beløb, tillagt dagsværdien af FSIH's aktier i Duferco US, vil overdragelsesprisen udgøre [...] mio. USD, et klart lavere beløb end den pris, der blev betalt af [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt].

5.1.2. FORANSTALTNING 2

- (181) I henhold til [...] havde FSIH's investering i DPH to formål, dels selskabets deltagelse i kapitalen, repræsentation i bestyrelsen og adgang til oplysninger og strategiske dokumenter og dels et godt og sikkert økonomisk afkast (præferenceudbytte).
- (182) Hovedårsagen til FSIH's udtræden af DPH var overdragelsen af de belgiske produktionsanlæg til NLMK. Duferco ville ikke længere være en strategisk partner for regionen Vallonien i Belgien, og produktionsanlæggene i Clabecq og La Louvière ville ikke længere blive direkte berørt af beslutninger truffet af Dufercos tradingafdeling.
- (183) [...] bekræfter, at DPH's funktionelle valuta er den amerikanske dollar, og at afkastet af enhver investering i et sådant selskab derfor skal værdiansættes i amerikanske dollar. FSIH's investering i DPH har således givet et afkast på 8,81 % p.a.
- (184) [...] har anmodet KPMG om at analysere Ernst & Youngs evaluering fra 2006. Med hensyn til værdiansættelsesmetoderne bemærker KPMG, at Ernst & Young ikke præciserer den type værdi, der ligger til grund for værdiansættelsen (markedsværdi, investeringsværdi eller dagsværdi). Ernst & Young har primært anvendt markedsmetoden baseret på sammenlignelige virksomheder. KPMG foretrækker ikke metoden baseret på sammenlignelige virksomheder frem for metoden baseret på sammenlignelige transaktioner. KPMG baserede sig ikke på nettoaktivernes værdi, da der ved denne metode ikke tages højde for fremtidige gevinster og driftsrisici.
- (185) KPMG konkluderer, at der på baggrund af KPMG's analyse af stålindustriens cykikalitet bør tages udgangspunkt i perioder på 4-6 år med lige vægt af hvert år ved evalueringen af DPH. KPMG er enig i parterne analyse, hvor der tages højde for 2001 og 2002 ved værdiansættelsen af DPH for at afspejle stålindustriens cykikalitet på passende vis, og hvor hvert år tillægges samme vægt.
- (186) KPMG er enig i relevansen og omfanget af Ernst & Youngs justeringer i forbindelse med værdiansættelsen af DPH for ikke-tilbagevendende begivenheder. KPMG har ligeledes foretaget justeringer for 2001 og 2002, som Ernst & Young ikke har taget højde for.
- (187) KPMG har gennemgået listen over sammenlignelige virksomheder udvalgt af Ernst & Young. KPMG har ikke været i stand til at finde en række multipler anvendt i Ernst & Young-rapporten 2006 i den database, som Ernst & Young anvender (Bloomberg). KPMG har desuden fundet det hensigtsmæssigt at udelukke visse virksomheder i listen over sammenlignelige virksomheder forelagt af Ernst & Young. KPMG har udarbejdet sin egen liste over sammenlignelige virksomheder, hvoraf det fremgår, at medianerne for price/earnings-ratioerne for perioden 2003-2006 er lavere end Ernst & Youngs medianer.
- (188) KPMG har ikke været i stand til at observere et tilstrækkeligt antal børsnoterede selskaber, der udelukkende er aktive inden for handel med stål. Det er ikke muligt at foretage en særskilt værdiansættelse af tradingafdelingen. KPMG bekræfter imidlertid, at det ville have været hensigtsmæssigt at foretage en særskilt værdiansættelse af handels- og produktionsaktiviteterne. Handelsaktiviteterne, der er forbundet med en større risiko og mere svingende resultater, giver investorerne et større afkast, hvilket ville resultere i en lavere værdiansættelse af aktiviteterne. Der burde således anvendes en lavere multipel for handelsaktiviteterne. [...] vurderer, at det er relevant at henvise til overdragelsen i september 2003 af 50 % af [...], hvis aftalte pris lå tæt på egenkapitals værdi.

- (189) Med hensyn til ikke-balanceførte poster bekræfter KPMG, at størrelsen af et selskabs egenkapital bør justeres for ikke-balanceførte passiver, hvis de ikke er tilbagevendende. I modsætning til Ernst & Young mener KPMG, at det kun er disse poster der skal fratrækkes den anslåede værdi af selskabets egenkapital, uanset værdiansættelsesmetoden.
- (190) For to af de ikke-balanceførte poster har KPMG skønnet det hensigtsmæssigt at ændre det beløb, som Ernst & Young har justeret. Der er tale om »franske og belgiske garantier«, som Ernst & Young har værdiansat til [...] mio. USD i 2006, om end de beløb sig til [...] mio. USD ifølge KPMG. Disse garantier er blevet justeret for den hermed forbundne risiko. Det giver et samlet beløb på [...] mio. USD mod [...] mio. USD beregnet af Ernst & Young.
- (191) KPMG bekræfter, at nedslaget for manglende likviditet (30 %) foretaget af Ernst & Young er relevant og passende. Det havde ligeledes været relevant at beregne en godtgørelse på 12 % ved værdiansættelsen baseret på sammenlignelige transaktioner.
- (192) KPMG vurderede, at det var passende at anvende en bonus for erhvervelse af kontrol på 5 % i forbindelse med en evaluering baseret på sammenlignelige virksomheder, da en sådan metode genererer en værdiansættelse, der svarer til en mindretalsaktiepost, hvorimod FSIH's andel gjorde det muligt at få en betydelig indflydelse på DPH. Ifølge KPMG bør der foretages et nedslag på 20 % ved en værdiansættelse baseret på sammenlignelige transaktioner, da denne metode indebærer en værdiansættelse med en kontrolgivende andel.
- (193) Med hensyn til udbyttet af præferenceaktien bemærker KPMG, at Ernst & Young havde lavet en fejl ved værdiansættelsen af præferenceudbyttet for perioden 2006-2012 ved at basere sin beregning på et årligt udbytte på 4 mio. USD, selv om der var tale om 4 mio. EUR. KPMG vurderer endvidere, at godtgørelsessatsen anvendt af Ernst & Young for risikoen for manglende betaling (6,2 %) ligger inden for det acceptable fastlagte interval på mellem 1,8 % og 16,4 %. Godtgørelsessatsen på 14 % anvendt af parterne anses ligeledes for at være acceptabel, da den ligger inden for værdiintervallet.
- (194) Efter disse justeringer varierer værdiansættelsen af andelen i DPH mellem [...] mio. USD og [...] mio. USD, dvs. en middelværdi på [...] mio. EUR, hvilket er på linje med overdragelsesprisen i juni 2006 på [...] mio. EUR. [...] konkluderer på denne baggrund, er der på ingen måde kan være tale om statsstøtte til [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt].

5.1.3. FORANSTALTNING 3

- (195) DSIH bekræfter de argumenter, som Belgien har fremført til forsvar for pari passu-karakteren af FSIH's investering. DSIH bekræfter, at Duferco Développement og FSIH havde samme investeringsvilkår. De to parter accepterede at påtage sig en ny risiko sammen ved at investere i DSIH med henblik på gennemførelse af Duferco Diversifications diversificeringsprojekter. De to aktionærer modtager en forholdsmeæssig andel på grundlag af deres deltagelse i kapitalen af eventuelt udbytte og finansielle fordele knyttet til projekter udviklet af deres fælles datterselskaber. Ifølge DSIH havde Duferco Développement's private intervention reel økonomisk betydning, og investeringsbeløbet er identisk med det beløb, som FSIH investerede.
- (196) DSIH bekræfter, at selskabet ikke indgik i Duferco Développement før de samtidige investeringer. DSIH blev stiftet af tredjemand kort tid inden investeringerne (den 29. november 2006) og herefter overtaget af de to partnere i investeringsøjemed. Ifølge DSIH ejede Duferco-koncernen desuden heller ikke projekterne overtaget af DSIH før FSIH's investering, selv om SIF forvaltede projekterne i udkastfasen.
- (197) Med hensyn til projektet [...] præciserer DSIH, at regionen Vallonien havde fuldt kendskab til forholdene omkring anlægget [...] gennem Sogepa, da selskabet havde interverneret sammen med Duferco-koncernen i forbindelse med overtagelsen af [...], der på daværende tidspunkt var under konkurs. Regionen Vallonien var således aktionær i [...] og havde flere poster i selskabets bestyrelse. Regionen Vallonien var ligeledes involveret i projektet [...] fra starten og har haft adgang til alle tilgængelige oplysninger i forbindelse med lanceringen af dette projekt, navnlig præcis de samme oplysninger som de private investorer.
- (198) DSIH baserer sig på en efterfølgende evaluering af projektet, der dokumenterede, at værdiansættelsen af projektet som indledningsvis gennemført var velbegrundet og tilsyneladende ville give et meget højt afkast.

- (199) Med hensyn til Marcinelle-projektet bekræfter DSIH, at det lavere afkast end forventet ikke skyldes, at parterne investerede for store beløb, men forhold, som parterne ikke havde nogen indflydelse på. For det første offentliggjorde Kommissionen i januar 2008 et forslag om ophævelse af gratis tildeling af CO₂-emissionskvoter, hvilket havde en væsentlig indvirkning på værdiansættelsen af projektet inden afslutningen af forhandlingerne med ENEL. For det andet var elmarkedet præget af en voldsom og uforudsigelig nedgang i 2010, hvilket havde en negativ indvirkning på priserne på elektricitet, gas og CO₂.
- (200) Duferco Diversification kom godt ud af denne krise ved at sælge Marcinelle Énergie, lige inden krisen brød ud. Selskabet afhændede 80 % af Marcinelle Énergie til en rimelig pris og sikrede de resterende [...] ved hjælp af en salgsoption forhandlet med ENEL.

5.1.4. FORANSTALTNING 4 OG 5

- (201) [...] bemærker, at forskellige elementer skal undersøges i forbindelse med anvendelsen af kriteriet om en privat investor under markedsøkonomiske vilkår, navnlig den anvendte rentesats og den krævede sikkerhedsstillelse for lånet.
- (202) Med hensyn til sikkerhedsstillelsen minder [...] om, at Dufercos finansielle situation var meget solid, hvilket betingelserne for lånene ydet af bankerne til Duferco-koncernen vidnede om, idet satserne kunne sammenlignes med satserne for selskaber med AAA-rating i henhold til Kommissionens referencsatser. [Det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] var desuden først og fremmest forpligtet til at anvende midlerne fra det fremtidige salg til NLMK af DII's andel i SIF til tilbagebetaling af lånet fra FSIH før tid. Eksistensen af en fremtidig, men næsten sikker fordring på [...] mio. USD på NLMK, var en likvid sikkerhed, der var nem at få indfriet. Dette lån kan sammenlignes med et forskud på en fremtidig fordring. FSIH havde ligeledes pant i 15 % af aktierne i DPH, et finansielt meget solidt selskab (ingen konstaterede tab frem til 2009), til en værdi af omkring [...] mio. USD. Endelig garanterede den 1-årige Euriborreferencerente en stabil rente i perioder af 12 måneder, hvilket er attraktivt i perioder med krise og faldende renter. Som følge af disse garantier var FSIH's risiko således minimal.
- (203) De rentesatser, som de private banker anvendte over for Duferco-koncernen, varierede mellem [0,65-1,15] % og [2,75-3,25] % med et gennemsnit på [1,1-1,55] %, og satserne var således helt på linje med FSIH's satser. [...] mener ikke, at man i sammenligningen kan udelukke de lån, hvis løbetid, beløb eller karakter ikke er helt identisk, eller de lån, som har en anden basissats. Der bør udelukkende tages højde for sikkerhedsstillelsen og den anvendte rentesats.
- (204) De lånebeløb, som Belgien anførte, var generelt lavere end FSIH's, da Belgien udelukkende anførte lån i euro, som kun udgjorde en lille del af det samlede lånebeløb. [...] har undersøgt lånene i flere valutaer, hvor lånebeløbene er betydeligt højere. Disse data viste, at Duferco havde adgang til kreditlinjer på et meget højt beløb, og at visse lån var langfristede lån (ti år). Rentesatserne for disse lån varierede mellem [0,5-1] % og [2,2-2,65] % med et vægtet gennemsnit på [1,6-2,05] %.
- (205) [...] konkluderer således, at de anvendte rentesatser var helt i overensstemmelse med markedssatserne i lyset af den solide sikkerhedsstillelse, som FSIH havde.

5.1.5. FORANSTALTNING 6

- (206) Ifølge DLP havde parterne helt fra starten en forventning om, at lånet på 30 mio. EUR hurtigt ville blive konverteret, hvilke skete i september 2011. FSIH havde oprindeligt til hensigt at foretage en kapitalinvestering på 100 mio. EUR. DLP er af den opfattelse, at det konvertible lån skal analyseres i sammenhæng med kapitalindskuddet og betragtes som et kapitalindskud.
- (207) DLP bekræfter, at DII's og FSIH's interventioner er samtidige, da DII deltog i en kapitalforøgelse i DLP den 7. juli 2011, dvs. nogle dage inden FSIH's kapitalforøgelse og efter ydelsen af det konvertible lån. DLP bekræfter ligeledes, at investeringsvilkårene er identiske, da de to partnere havde investeret næsten de samme beløb. Der er således tale om investeringer foretaget på samme vilkår, da FSIH og DII løber samme risiko og modtager en forholdsmæssig andel af udbyttet og af forøgelsen af værdien af deres datterselskab.

- (208) DLP bekræfter, at selskabet ikke indgik i Duferco-koncernen på tidspunktet for FSIH's investering, men at selskabet var blevet stiftet for nylig, netop med henblik på placering af de to partners fælles investeringer. Det forhold, at disse investeringer til dels er blevet anvendt til køb af aktiver i SIF, var ikke relevant, da overdragelsesprisen var baseret på rapporter fra sagkyndige. DLP konkluderer således, at FSIH's investering i DLP er foretaget på pari passu-vilkår med DIF's investering.
- (209) DLP minder ligeledes om, at Sogepa havde været aktionær i DLL siden 1999 og således havde et indgående kendskab til selskabets aktiviteter og finansielle situation med hensyn til produktionen af stangstål. Regionen Vallonien havde gennem Sogepa et solidt kendskab til markedsforholdene og til driftsanlæggene og deres situation. DLL anfører ligeledes, at der kun er en enkelt forretningsplan for Duferco Trebos og DLLPL. FSIH var således i stand til at træffe sin beslutning på et fuldt oplyst grundlag og havde samme niveau af oplysninger, som en privat investor ville have krævet i en tilsvarende situation.
- (210) Ifølge DLP fremgår det af de finansielle resultater, at den faktiske EBITDA efter tre måneder var i overensstemmelse med den forventede EBITDA i forretningsplanen for en periode på seks måneder. FSIH kunne således på investeringstidspunktet forvisse sig om forretningsplanens forsigtige karakter.

5.2. BEMÆRKNINGER FRA SIF

- (211) Kommissionen præciserer, at bemærkningerne fra SIF kun vedrører den foranstaltning, som SIF har draget fordel af, dvs. foranstaltning 5.
- (212) SIF mener, at selskabets finansielle situation var solid på långivningstidspunktet, og at de stillede garantier på tidspunktet for indgåelse af låneaftalen var fuldt ud tilstrækkelige til at tilbagebetale hele lånet fra FSIH. SIF mener desuden, at rentabiliteten af lånetransaktionen ikke gav FSIH anledning til at tvivle på SIF's investerings- og udviklingspolitik. SIF's forretningsplan for de belgiske anlæg, navnlig for perioden 2007-2010, indeholdt større investeringsprojekter med store udviklingsperspektiver for koncernen i Belgien.
- (213) SIF mener desuden, at der er taget højde for selskabets tilknytning til to vigtige aktører i stålsektoren i analysen af risikoen forbundet med FSIH's lånetransaktion. NLMK har stillet FSIH en garanti i tilfælde af ændring af kontrollen med SIF. Ved at yde et lån på 75 mio. EUR til SIF til en rente på 2,05 % (margen på 75 basispoint), selv om den belgiske centralbanks rente for nye lån var 1,63 %, havde FSIH ikke taget en unødigt risiko i forhold til en privat operatør.
- (214) SIF minder om, at anvendelsen af kriteriet om en privat investor under markedsøkonomiske vilkår ikke på nogen måde forudsætter, at der foretages en sammenligning med lån, der på alle punkter er identiske med lånet ydet af FSIH. SIF angiver ligeledes, at Kommissionen præciserer, at der skal tages højde for den pågældende type operatør, karakteren af den pågældende transaktion og de pågældende markeder. I forbindelse med denne præcisering skal der tages højde for to private lån ydet til Duferco Clabecq, et datterselskab i SIF, ved sammenligningen med lånet ydet af FSIH. Analysen af disse lån viste, at SIF i den periode, hvor lånet blev ydet af FSIH, havde mulighed for at opnå kreditter i private finansieringsinstitutter, og at vilkårene for lånet ydet af FSIH ikke var væsentlig forskellige fra markedsvilkårene. Kreditinstitutternes rentesatser for disse to lån på [1-1,5] % (lån fra Sumitomo) og på [1,2-1,7] % (lån fra Rabobank) var lavere end FSIH's rentesats (2,05 %). Den subjektive risiko forbundet med lånet fra FSIH var således afspejlet i den anvendte 1-årige Euriborrente, hvilket er et element, som styrker lånets sikkerhed for långiveren, idet den garanterer en stabil rente i 12 måneder.
- (215) Ifølge SIF kan den manglende sikkerhedsstillelse desuden under ingen omstændigheder være en fordel. Der er ikke stillet krav om garanti, da selskabets finansielle soliditet, tilknytning til NLMK- og Duferco-koncernerne og [...] var af en karakter, der forsikrede FSIH om, at SIF var i stand til at tilbagebetale lånet.
- (216) SIF anfører ligeledes, at en margin på 75 point er i overensstemmelse med bankpraksis på daværende tidspunkt. Lånet fra Sumitomo viste, at margenen ved normal sikkerhedsstillelse var [10-50] point, dvs. lavere end den angivne margin i 2008-meddelelsen om referencesatsen for en god rating (100 point) eller endog meget god rating (75 point). Margenen på lånet fra Rabobank var ligeledes [45-85] point ved normal sikkerhedsstillelse. Hvis man mener, at SIF havde en god rating, ville en margin på 75 point (under 100 point) for et lån med en løbetid på ti år være i overensstemmelse med den praksis, der blev anvendt af bankerne, som reducerede deres margener kraftigt i den pågældende periode.

- (217) SIF konkluderer, at det lån, som FSIH ydede til selskabet, blev ydet på markedsvilkår og ikke giver selskabet en fordel.
- (218) SIF præciserer imidlertid, at hvis lånet skal betragtes som støtte, kan denne støtte være forenelig med fællesmarkedet i henhold til meddelelsen fra Kommissionen om midlertidige EF-rammebestemmelser for statsstøtte, der ydes for at lette adgangen til finansiering under den nuværende finansielle og økonomiske krise («meddelelsen fra 2009») ⁽¹³⁾. I meddelelsen fra 2009 fastlægges en særlig nedsat sats for kriseperioden for at vurdere foreneligheden af subsidierede renter med statsstøttereglerne. SIF anfører, at alle betingelserne i meddelelsen fra 2009 er opfyldt. Aftalen blev således indgået den 29. september 2009, og SIF var ikke kriseramt den 1. juli 2008. Hvis lånet blev betragtet som støtte, skulle foreneligheden af renten på lånet ydet af FSIH til SIF således vurderes på grundlag af den nedsatte rente.

6. BELGIENS KOMMENTARER TIL BEMÆRKNINGERNE FRA DE INTERESSEREDE PARTER

6.1. BELGIENS KOMMENTARER TIL BEMÆRKNINGERNE FRA [...]

- (219) Bemærkningerne fra [...] giver ikke anledning til særlige kommentarer fra Belgien. De bekræfter, at beslutningerne blev truffet i overensstemmelse med industrielle principper svarende til markedsvilkår.

6.2. BELGIENS KOMMENTARER TIL SIF'S BEMÆRKNINGER

- (220) SIF's bemærkninger giver ikke anledning til særlige kommentarer fra Belgien. Belgien anfører desuden, at Belgien stiller sig til rådighed for Kommissionen, hvis lånet ydet til SIF bliver betragtet som et støtteelement, for at undersøge foreneligheden.

7. VURDERING AF FORANSTALTNINGERNE

7.1. VURDERING AF, OM DER FORELIGGER STATSSTØTTE EFTER ARTIKEL 107, STK. 1, I TEUF

- (221) I henhold til artikel 107, stk. 1, i TEUF er statsstøtte eller støtte, som ydes ved hjælp af statsmidler under enhver tænkelig form, og som fordrejer eller truer med at fordreje konkurrencevilkårene ved at begunstige visse virksomheder eller visse produktioner, uforenelig med det indre marked, i det omfang den påvirker samhandelen mellem medlemsstaterne. I denne bestemmelse fastlægges betingelserne for, hvornår en medlemsstats foranstaltning kan betragtes som statsstøtte.
- (222) For det første skal de omhandlede foranstaltninger hidrøre fra staten, dvs. gennemføres ved hjælp af statsmidler og kunne tilregnes staten. For det andet skal Kommissionen kontrollere, om statsmidlerne giver en fordel. For det tredje skal foranstaltningerne være selektive (f.eks. være rettet mod en virksomhed, en økonomisk sektor eller et geografisk område) i modsætning til en generel foranstaltning. For det fjerde skal foranstaltningerne kunne fordreje konkurrencevilkårene og påvirke samhandelen mellem medlemsstaterne.
- (223) Med hensyn til de seks omhandlede foranstaltninger vil Kommissionen indledningsvis undersøge kriterierne om statsmidler, om selektivitet og om fordrejning af konkurrencevilkårene og påvirkning af samhandelen inden for Fællesskabet. Kommissionen vil efterfølgende undersøge kriteriet om den økonomiske fordel af de enkelte foranstaltninger.
- (224) Kommissionen bemærker, at Belgien ikke har gjort indsigelse mod, at finansieringen er sket ved hjælp af statsmidler, finansieringens selektivitet og fordrejning af konkurrencevilkårene og påvirkning af samhandelen mellem medlemsstaterne. Med hensyn til disse kriterier vil Kommissionen derfor begrænse sig til at bekræfte den gennemførte analyse i indledningsafgørelsen. Belgien gør udelukkende indsigelse mod forekomsten af en økonomisk fordel.

7.1.1. KRITERIET OM STATSMLIDLER OG OM TILREGNELSE

- (225) Kommissionen minder om, at »betingelsen for at anse fordele for støtte ifølge artikel 87, stk. 1, EF ... for det første [er], at disse ydes direkte eller indirekte ved hjælp af statsmidler ... og for det andet, at de kan tilregnes staten ...« ⁽¹⁴⁾.

⁽¹³⁾ EUT C 83 af 7.4.2009, s. 1.

⁽¹⁴⁾ Domstolens dom af 16. maj 2002 i sag C-482/99, Frankrig mod Kommissionen, ECLI:EU:C:2002:294, præmis 24.

- (226) Det organ, der har iværksat de omhandlede foranstaltninger, er det finansielle holdingselskab FSIH. FSIH, hvis formål er at intervenere i stålselskaber i udlandet, er et datterselskab, der ejes 100 % af Sogepa, der selv ejes 100 % af regionen Vallonien. De midler, som FSIH har til rådighed, er således kontrolleret af regionen Vallonien og udgør således statsmidler.
- (227) Beskrivelsen af Sogepa og FSIH viser, at de offentlige myndigheder spiller en afgørende rolle i Sogepas og FSIH's interventioner. Sogepa handler efter instruks fra den vallonske regering. Følgende er fastsat i artikel 3, stk. 1, i selskabets vedtægter: »Selskabets formål er at varetage alle de opgaver, det pålægges af den vallonske regering, Selskabet sikrer navnlig gennemførelsen af de beslutninger om intervention i erhvervsdrivende selskaber, der vedtages af den vallonske regering, og varetager forvaltningen af de kapitalinteresser, forpligtelser, lån eller renter, som regionen Vallonien eller selskabet selv har i sådanne selskaber.« Alle Sogepas beslutninger på stålområdet, der rækker ud over den almindelige forvaltning af porteføljen, skal desuden godkendes af økonomi- og finansministrene i regionen Vallonien. På denne baggrund reagerede de daværende vallonske ministre med ansvar for økonomien på avisartiklerne i *Le Soir* den 21. november 2011. Disse ministre har helt klart regeringsansvaret i Vallonien for FSIH's interventioner.
- (228) Kommissionen konkluderer, at de omhandlede foranstaltninger opfylder kriteriet om statsmidler og kan tilregnes regionen Vallonien.

7.1.2. KRITERIET OM SELEKTIVITET

- (229) De omhandlede foranstaltninger vedrører kun selskaberne og datterselskaberne i Dufenco-koncernen. De har derfor selektiv karakter.

7.1.3. KRITERIERNE OM FORDREJNING AF KONKURRENCEVILKÅRENE OG PÅVIRKNING AF SAM-HANDELEN MELLE M EDLEMSSTATERNE

- (230) Dufenco-koncernen er aktiv på stålmarkedet. FSIH's interventioner har gjort det muligt for Dufenco-koncernen at bevare en stærkere konkurrencemæssig stilling, end den ville have haft uden disse interventioner. Der er desuden en række andre aktive operatører på stålmarkedet i EU, og en række medlemsstater handler indbyrdes med stålprodukter. FSIH's interventioner på et liberaliseret marked har givet fordele, som har påvirket samhandelen. Faktisk er det sådan, at »når en finansiel støtte, som ydes af en stat, styrker en virksomheds stilling i forhold til andre virksomheder, som den konkurrerer med i samhandelen inden for Fællesskabet, må det antages, at denne samhandel påvirkes af støtten« ⁽¹⁵⁾.
- (231) I overensstemmelse med Domstolens retspraksis ⁽¹⁶⁾ kan foranstaltningerne fordreje konkurrencevilkårene og påvirke samhandelen mellem medlemsstaterne.

7.1.4. KRITERIET OM DEN ØKONOMISKE FORDEL

- (232) Økonomiske og finansielle transaktioner, der gennemføres af offentlige organer, giver ikke modparten en fordel og udgør derfor ikke statsstøtte, hvis de gennemføres på normale markedsvilkår ⁽¹⁷⁾. Det skal med andre ord vurderes, om en privat investor, der handler på normale markedsøkonomiske vilkår, under tilsvarende omstændigheder ville have handlet på samme måde. Hvis dette ikke er tilfældet, har den støttemodtagende virksomhed fået en økonomisk fordel, som den ikke ville have opnået på normale markedsbetingelser, hvilket stiller den i en gunstigere situation end dens konkurrenter ⁽¹⁸⁾.
- (233) Kommissionen vil undersøge de seks foranstaltninger til fordel for Dufenco-koncernen i rækkefølge på baggrund af dette kriterie.

7.1.4.1. Foranstaltning 1

i) Om begrundelserne for FSIH's udtræden

- (234) Kommissionen mener, at analysen af grundene til FSIH's udtræden kaster et vigtigt lys over den omhandlede foranstaltning, selv om analysen ikke i sig selv kan dokumentere, at investeringen blev foretaget på et oplyst grundlag.

⁽¹⁵⁾ Rettens dom af 4. april 2001 i sag T-288/97, Regione Friuli Venezia Giulia mod Kommissionen, ECLI:EU:T:2001:115, præmis 41.

⁽¹⁶⁾ Domstolens dom af 17. september 1980 i sag 730/79, Philip Morris Holland BV mod Kommissionen, ECLI:EU:C:1980:209, præmis 11 og 12.

⁽¹⁷⁾ Domstolens dom af 11. juli 1996 i sag C-39/94, SFEI m.fl. mod La Poste, ECLI:EU:C:1996:285, præmis 60.

⁽¹⁸⁾ Domstolens dom af 5. juni 2012 i sag C-124/10P, Kommissionen mod EDF, ECLI:EU:C:2012:318, præmis 90.

- (235) Belgien begrundet FSIH's udtræden af Duferco US med følgende: i) FSIH's forventning om en snarlig vending af konjunkturerne i stålsektoren, ii) indgåelsen af aftalen om levering af plader med [...], der imidlertid kunne reducere Duferco US' potentielle overskud, selv om aftalen samtidig stabiliserede resultaterne, iii) den rigelige likviditet i Duferco-koncernen, der skabte rige muligheder for, at FSIH kunne overdrage sine andele i Duferco US, iv) de igangværende forhandlinger om afståelse af 50 % af aktierne i SIF til NLMK, der havde til hensigt at integrere Duferco US i partnerskabet med NLMK.
- (236) Med hensyn til den første grund bemærker Kommissionen, at Belgien i sit svar af 8. april 2015 tillagde denne grund mindre betydning. Kommissionen havde således anmodet Belgien om at forelægge alle undersøgelser om udsigterne for stålmarkedet de kommende fem år foretaget inden gennemførelse af foranstaltningen. Belgien forelagde en oversigt over den økonomiske situation i USA hentet fra *The National Economic Review* for de to første kvartaler 2006 og en undersøgelse af stålsektoren af 10. april 2006 udarbejdet af Crédit Suisse. De to første undersøgelser er generelle oversigter over den amerikanske vækst i de to første kvartaler, og det konkluderes, at væksten i BNP er faldende på grund af tilbagegangen i boligsektoren, men der forventes ikke en recession på kort sigt. I den anden undersøgelse, der vedrører stålmarkedet direkte, anslås udviklingen af dette marked i USA forsigtigt:
- »1. Beholdningerne af stål i USA er små, hvilket fortsat understøtter efterspørgslen. ... Der vil således (i hvert fald) gå flere måneder, før der er grund til at bekymre sig over et for stort udbud på det amerikanske marked. ...
 4. Opbygningen af lagre skyldes import (eller produktion), og denne sammenhæng synes afgørende af følgende årsag. Selv om det amerikanske marked fortsat er robust, mener vi, at risiciene for udbudspres (stigende import og produktion) kan resultere i opbygningen af lagre i løbet af 2006 og således i en lempelse på det amerikanske marked ultimo 2006, efterhånden som udbuddet overstiger efterspørgslen.«
- (237) Ved gennemgangen af disse undersøgelser bemærker Kommissionen, at Belgien har ret i at relativisere betydningen af opfattelsen af stålmarkedet for FSIH's beslutning om at trække sig ud. De økonomiske udsigter på tidspunktet for FSIH's udtræden synes således at være et utilstrækkeligt grundlag for at fremstille denne udtræden som en reel mulighed.
- (238) Med hensyn til den anden grund konstaterer Kommissionen, at undertegnelsen af forsyningsaftalerne har forbedret Farrells resultater betydeligt fra regnskabsåret 2006. Nettosalget er næsten fordoblet, driftsresultatet er gået fra et tab på [...] mio. USD til et positivt resultat på [...] mio. USD, og nettoresultatet er gået fra et tab på [...] mio. USD til et positivt resultat på [...] mio. USD. Da regnskabsåret 2006 blev afsluttet den 30. september kunne FSIH ikke undgå at se forbedringen i juni 2006.
- (239) Da FSIH ikke er en spekulativ fond, er Kommissionen ikke overbevist om, at en forøgelse og en stabilisering af indtægterne på et fornuftigt og forudsigeligt niveau er relevante grunde til at trække sig ud.
- (240) Kommissionen har ingen indvendinger mod den tredje grund, men mener, at den bør ses i forhold til den reelle baggrund for FSIH's udtræden, nemlig tilnærmelsen mellem Duferco og NLMK.
- (241) Det lader da også til, at Duferco tog initiativ til denne udtræden. Som angivet af [...] i dennes bemærkninger til Kommissionen ⁽¹⁹⁾ var FSIH's overdragelse af sine andele i Duferco US en ufravigelig betingelse for NLMK's indtræden i SIF's kapital.
- »NLMK havde navnlig stillet den forhåndsbetingelse for gennemførelsen af hele transaktionen, at alle aktierne i Duferco US kontrolleres af SIF, hvilket således indebærer køb af aktierne ejet af FSIH.«
- På baggrund af ovenstående stod FSIH uden tvivl stærkt i forhandlingerne om overdragelsen af selskabets andele til Duferco. I denne forbindelse tyder det forhold, at FSIH kun har søgt at få sin indledende investering på 95 mio. hjem, imidlertid på, at FSIH ikke har handlet som en fornuftig investor.
- (242) For at imødegå denne antagelse anførte Belgien i sine bemærkninger, at FSIH's investering burde analyseres på grundlag af Duferco US' funktionelle valuta (dollaren) og ikke FSIH's funktionelle valuta (euroen). Den salgspris, som FSIH opnåede i dollar ([...] mio. USD), ville have givet selskabet et rimeligt afkast på 6,81 % p.a. Kommissionen er ikke enig heri af to grunde. For det første mener Kommissionen, at den eneste valuta, der giver mening for FSIH som forvalter af en fond i euro, er euroen. For det andet og mere grundlæggende præciserer

⁽¹⁹⁾ Bemærkninger fra [...] af 23. juni 2014, punkt 24.

Kommissionen, at denne drøftelse ikke har nogen indflydelse på det eneste vigtige spørgsmål, nemlig om denne pris på [...] mio. USD (eller tilsvarende [...] mio. EUR) svarer til den markedspris, som en privat investor havde kunnet opnå under tilsvarende omstændigheder. Efter denne nødvendige redegørelse for baggrunden ønsker Kommissionen nu at svare på dette spørgsmål.

ii) **Om FSIH's adfærd som privat investor**

- (243) Kommissionen konstaterer for det første, at FSIH på tidspunktet for forhandlingerne om overdragelse af selskabets andele i Duferco US ikke havde foranstaltet et åbent, gennemsigtigt og ubetinget udbud med den begrundelse, at det »ville være illusorisk at udbyde en mindretsaktiepost i et (ikke-børsnoteret) privat selskab til tredjemand«⁽²⁰⁾. I lyset af grundene til FSIH's udtræden kan dette argument afvises klart. FSIH har ikke ønsket at omfatte Duferco af en udbudsprocedure af hensyn til Duferco, som havde et presserende behov for andele i FSIH i forbindelse med indgåelse af aftalen med NLMK.
- (244) Kommissionen kræver imidlertid ikke systematisk, at der skal iværksættes en udbudsprocedure⁽²¹⁾ for at kunne betragte salgsprisen som forenelig med markedsprisen. Kommissionen anbefaler tværtimod i dette tilfælde, at markedsprisen anslås på grundlag af uafhængige ekspertrapporter.
- (245) FSIH har imidlertid ikke baseret sig på en ekspertrapport af denne karakter. Belgien mener i denne forbindelse, at det var lige så unødvendigt at udarbejde en værdiansættelsesrapport som at iværksætte en udbudsprocedure »grundet FSIH's aktive og effektive deltagelse i Farrell siden selskabets indtræden i kapitalen i 2003 og selskabets fulde kendskab til stålsektoren«⁽²²⁾.
- (246) Kommissionen konstaterer således, at de to metoder, Kommissionen normalt anvender til at fastslå en markedspris, dvs. udbud eller uafhængig ekspertrapport, ikke er blevet anvendt af regionen Vallonien.
- (247) Når en medlemsstat hævder, at en økonomisk transaktion opfylder kriteriet om en privat investor under markedsøkonomiske vilkår, skal medlemsstaten forelægge beviser, hvoraf det fremgår, at beslutningen om at gennemføre transaktionen på daværende tidspunkt var baseret på økonomiske vurderinger, som kan sammenlignes med dem, som en rationel privat investor under tilsvarende omstændigheder ville have foretaget med henblik på at fastslå den økonomiske fordel heraf.
- (248) Følgende fastslås i EDF-dommen⁽²³⁾:
- »83. Det skal af disse elementer klart fremgå, at den pågældende medlemsstat forud for eller samtidigt med indrømmelsen af den økonomiske fordel har besluttet ved den foranstaltning, som faktisk er blevet gennemført, at investere i den kontrollerede offentlige virksomhed.
84. Der kan i denne forbindelse kræves beviser, hvoraf det fremgår, at denne beslutning er baseret på økonomiske vurderinger, som kan sammenlignes med dem, som en rationel privat investor, der befinder sig i en situation, som ligger så tæt som muligt på den situation, som nævnte medlemsstat befinder sig i, under de foreliggende omstændigheder ville have udført, inden han foretog en sådan investering, med henblik på at fastslå den fremtidige rentabilitet af en sådan investering.
85. Derimod er økonomiske vurderinger foretaget efter tildelingen af nævnte fordel, den efterfølgende konstatering af, at den af den pågældende medlemsstat foretagne investering reelt var rentabel, eller efterfølgende begrundelser for valget af den fremgangsmåde, som blev fulgt, ikke tilstrækkelige til at godtgøre, at denne medlemsstat forud for eller samtidigt med denne tildeling har truffet en sådan beslutning i sin egenskab af aktionær«
- (249) Kommissionen bemærker imidlertid, at de værdiansættelsesmetoder, som Belgien og [...] har anvendt, er baseret på undersøgelser foretaget efter gennemførelsen af den omhandlede foranstaltning. Undersøgelserne er udelukkende foretaget for at imødegå den tvivl, som Kommissionen gav udtryk for i sin indledningsafgørelse, dvs. et godt stykke tid efter gennemførelsen af den omhandlede foranstaltning.
- (250) I denne forbindelse påpeger Kommissionen, at det i bemærkningerne fra [...] ⁽²⁴⁾ anføres, at da sidstnævnte anmodede KPMG om efterfølgende at genberegne værdiansættelsen af Duferco US, var KPMG nødsaget til at udelukke metoden baseret på indtægter, da den forretningsplan, som Duferco US skulle have udarbejdet på daværende tidspunkt, ikke forelå.

⁽²⁰⁾ Jf. fodnote 2 i Belgiens bemærkninger til indledningsafgørelsen af 11. december 2013.

⁽²¹⁾ Rettens dom af 28. februar 2012 i forenede sager T-268/08 og T-281/08, Land Burgenland mod Kommissionen, ECLI:EU:T:2012:90, præmis 72.

⁽²²⁾ Belgiens bemærkninger af 11. december 2013, punkt 32.

⁽²³⁾ Domstolens dom af 5. juni 2012 i sag C-124/10 P, Kommissionen mod EDF, ECLI:EU:C:2012:318, præmis 83-85.

⁽²⁴⁾ Bemærkninger fra [...], punkt 42, s. 12.

- (251) Kommissionen har tre gange anmodet om at få tilsendt alle tidligere dokumenter med oplysninger om undersøgelser og rapporter udarbejdet forud for FSIH's beslutning ⁽²⁵⁾. Belgien svarede, at der siden 2003, hvor FSIH indtrådte i Duferco US' kapital, havde været tre bestyrelsesmedlemmer fra FSIH i Duferco US' og Farrells bestyrelser, og at de var involveret i forvaltningen af disse selskaber. Der er tilsyneladende blevet udvekslet en lang række rapporter mellem aktionærerne i Duferco US ⁽²⁶⁾. Belgien har således fremsendt to eksempler på rapporter fra august 2004 og marts 2005. Disse rapporter er referater på et par sider vedrørende repræsentanter fra FSIH's besøg hos Farrell. Kommissionen mener ikke, at de på nogen måde gør det muligt at værdiansætte FSIH's aktier i Duferco US. Ifølge Belgien var disse stålekspertes selv i stand til at vurdere selskabets situation ⁽²⁷⁾. Kommissionen bemærker imidlertid, at Belgien ikke har udarbejdet notater, breve eller andre dokumenter vedrørende udvekslingen af oplysninger mellem disse stålekspertes og Duferco-koncernen i forbindelse med fastlæggelsen af prisen for FSIH's aktier i Duferco US.
- (252) På baggrund af disse forhold, grundene til FSIH's udtræden og retspraksis i EDF-sagen konkluderer Kommissionen, at FSIH ikke har handlet på samme måde som en privat, markedsøkonomisk investor ved overdragelsen af sine andele i Duferco US.

iii) Beregning af støtten

- (253) Kommissionen har påvist, at FSIH ved ikke at handle på samme måde som en privat investor har givet DII en økonomisk fordel, som selskabet ikke ville have opnået på normale markedsbetingelser.
- (254) Da Belgien ikke har påvist, at en forudgående evaluering af Duferco US ville have resulteret i den faktiske salgspris, har Kommissionen foretaget sin egen vurdering af værdiansættelsen af Duferco US på 49,99 % (del ejet af FSIH).
- (255) Kommissionen nægter for det første at udelukke evalueringsmetoden baseret på egenkapitalen anvendt i indledningsafgørelsen fuldstændigt. Kommissionen vil imidlertid tage hensyn til Belgiens bemærkninger vedrørende denne metodes iboende begrænsninger og vil således kun anvende denne metode i kontroløjemed.

Tabel 1

Duferco US' egenkapital og nettoresultater (tusinde USD)

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

Tabel 2

Farrells egenkapital og nettoresultater (tusinde USD)

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

- (256) Det fremgår helt enkelt af disse tal, at en værdiansættelsesmetode baseret på egenkapitalens værdi ubestrideligt forøgede værdien i 2006 i forhold til 2003.
- (257) Kommissionen har imidlertid vurderet værdien af FSIH's aktier i Duferco US på grundlag af den metode, som Belgien anbefaler, nemlig metoden baseret på en multipel af EBITDA. Ved denne metode skal der foretages en vurdering af i) EBITDA for 2006 (overdragelsesåret) og af ii) den multipel, der skal anvendes, med udgangspunkt i sammenlignelige virksomheder.

⁽²⁵⁾ Anmodning om oplysninger den 29. november 2011, den 29. juni 2012 og den 27. januar 2015.

⁽²⁶⁾ Svar fra Belgien af 4. juni 2013.

⁽²⁷⁾ Svar fra Belgien af 28. september 2012.

- (258) Belgien foreslog en EBITDA på 25-42 mio. EUR for 2006. I henhold til Duferco US' konsoliderede regnskaber pr. 30. september 2006 ⁽²⁸⁾ udgjorde den faktiske EBITDA 52,25 mio. USD (driftsresultat: 45,97 + af- og nedskrivninger: 6,28). Dette gode resultat burde i det væsentlige allerede være kendt den 14. juni 2006, da der kun var to en halv måned til regnskabsårets afslutning. Kommissionen mener derfor, at det interval, som Belgien har foreslået, er urimeligt lavt. Kommissionen bemærker desuden, at KPMG har beregnet den »forventede« EBITDA for regnskabsåret 2006 til 42 mio. USD. På grundlag af disse tre elementer mener Kommissionen, at det havde været realistisk at forvente en EBITDA på 47,12 mio. USD ⁽²⁹⁾ i 2006.
- (259) Kommissionens vurdering understøttes af følgende elementer. Den 12. juni 2006 anførte FSIH i et notat ⁽³⁰⁾ til selskabets bestyrelse af 14. juni, at der blev forventet et stabilt resultat på »20-25 mio. USD« for 2006 og de efterfølgende år. Dette bekræfter for det første, at FSIH havde en vis indsigt i selskabets finansielle situation, men det er navnlig en god angivelse af det EBITDA-niveau, der kunne forventes ex ante. KPMG konkluderer således i forbindelse med sin regnskabsmæssige og finansielle rekonstruktion i 2014, at et nettoresultat på 20,3 mio. EUR stemmer overens med en EBITDA på 42,3 mio. EUR. Hvis dette forhold mellem EBITDA og nettoresultat på 2,09 anvendes på et forventet nettoresultat på 22,5 mio. EUR (det aritmetiske gennemsnit af det interval, som FSIH forventer i sit notat til bestyrelsen), udgør den forventede EBITDA for 2006 47 mio. EUR — et beløb, der ligger meget tæt på de 47,12 mio. EUR, som Kommissionen forventer, jf. betragtningen ovenfor.
- (260) Med hensyn til den multipel, der skal anvendes, anvender Kommissionen multiplen i den metode, som Hatch Beddows anvendte ved evalueringen af Duferco US i 2003, dvs. en multipel på [...]. Denne undersøgelse er således den eneste tilgængelige forudgående analyse på overdragelsestidspunktet.
- (261) Værdien af FSIH's aktier i Duferco US udgjorde således [...] mio. USD ⁽³¹⁾. Støttebeløbet svarer til forskellen mellem denne evaluering og overdragelsesprisen på [...] mio. USD fastlagt i 2006, dvs. 15,24 mio. USD.
- (262) Til dette skal tillægges værdien af købsoptionen på [...] mio. USD som efterfølgende vurderet af KPMG. Det samlede støttebeløb modtaget af DII udgør således 15,34 mio. USD, dvs. i princippet 11,58 mio. EUR ⁽³²⁾.
- (263) Kommissionen bemærker, at det således vurderede støttebeløb bekræfter, at salgsprisen for FSIH's aktier i Duferco US ikke svarer til den, som en privat investor, der opererer på normale markedsvilkår, kunne have forventet.

7.1.4.2. *Foranstaltning 2*

i) **Om begrundelserne for FSIH's udtræden**

- (264) I sine bemærkninger har Belgien begrundet FSIH's udtræden af DPH med følgende forhold: sektorens cyklicitet, indtræden af og indflydelse til nye investorer i Duferco-koncernen ([...] og NLMK) og tilgængeligheden af likviditet i Duferco-koncernen.
- (265) Der er ingen tvivl om den sidste faktor, men Kommissionen bestrider derimod, at de to første faktorer har spillet en afgørende rolle. Ingen af disse årsager er således nævnt i referatet fra FSIH's bestyrelsesmøde den 14. juni 2006 ⁽³³⁾, hvor overdragelsen af andelene i DPH var på dagsordenen. Der anføres derimod en anden mere tvingende grund i referatet, nemlig FSIH's presserende behov for likviditet.

»Ved udgangen af 2005 havde FSIH et stort behov for likvider til finansiering af presserende projekter.

Duferco-koncernen havde på dette tidspunkt mulighed for at sælge sin industrielle enhed i Rusland.

FSIH benyttede denne lejlighed til at anmode [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt] om at købe FSIH's andele i DPH.«

⁽²⁸⁾ Bilag 1 til Belgiens svar af 28. september 2012, s. 24 og 6.

⁽²⁹⁾ Denne værdi svarer til det aritmetiske gennemsnit af KPMG's efterfølgende evaluering af EBITDA 2006 og af den faktiske EBITDA i 2006.

⁽³⁰⁾ Bilag til Belgiens svar af 25. september 2015, s. 2.

⁽³¹⁾ [...] × 49,9 % (FSIH's andel).

⁽³²⁾ Vekselkurs USD/EUR pr. 12. december 2006, dvs. 0,7550.

⁽³³⁾ Bilag 4 til Belgiens svar af 8. april 2015, s. 6, planlagt transaktion.

- (266) Det skal erindres, at FSIH havde modtaget 180 mio. EUR fra Sogepa ved stiftelsen. Ved udgangen af 2005 var dette beløb næsten helt anvendt, idet 95 mio. EUR var blevet investeret i Duferco US og 80 mio. EUR i DPH. I 2006 ønskede FSIH imidlertid at støtte andre projekter, der uden tvivl blev betragtet som vigtigere af de offentlige myndigheder i Vallonien. Et af disse projekter var ombygningen af højovnen og koksværket i Carsid, »strategisk projekt for stålindustriens fremtid i Charleroi-området, [og] som helt sikkert er i overensstemmelse med Sogepas formål«⁽³⁴⁾.
- (267) I lyset af disse grunde synes det at være primært politiske og sociale hensyn, der har foranlediget FSIH til at overdrage selskabets aktier i DPH, idet FSIH var nødt til at sikre likviditet for fortsat at kunne støtte stålindustrien i Vallonien. Ved at handle på denne måde havde FSIH ikke til hensigt værdiansætte sine aktier maksimalt. Det vallonske selskab havde tværtimod bragt sig selv i en svag position i forbindelse med forhandlinger med Duferco om selskabets udtræden af DPH.

ii) Om FSIH's adfærd som privat investor

- (268) [Det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt] havde således mulighed for at fremsætte et aggressivt købstilbud. FSIH bestilte i denne forbindelse en uafhængig undersøgelse for at validere tilbuddet fra [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt], som det fremgår af referatet fra FSIH's bestyrelsesmøde den 14. juni 2006⁽³⁵⁾:

»Med henblik på validering af den foreslåede transaktionspris anmodede FSIH Ernst & Young om at foretage en værdiansættelse.«

- (269) Når et offentligt organ sælger en vare til en privatperson, skal organet afgøre, om salgsprisen svarer til markedsprisen, således at den svarer til den salgspris, som køberen kunne have opnået under markedsøkonomiske vilkår. Det offentlige organ skal i denne forbindelse enten gennemføre en åben, gennemsigtig og ubetinget udbudsprocedure eller basere sig på en uafhængig ekspertrapport.
- (270) Kommissionen anfægter ikke, at FSIH handlede som en privat investor på det tidspunkt, hvor selskabet anmodede Ernst & Young om at foretage den uafhængige undersøgelse. Kommissionen konstaterer imidlertid, at Belgien trods anmodninger herom⁽³⁶⁾ ikke har været i stand til at forelægge dokumentation for, at der rent faktisk blev taget hensyn til konklusionerne i denne undersøgelse under forhandlingerne mellem parterne. FSIH, der havde et presserende behov for at overdrage sine aktier, har tilsyneladende tværtimod overladt det til [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt] at foreslå en pris, der blev accepteret uden inddragelse af elementerne i den efterfølgende undersøgelse i forhandlingerne. Kommissionen understreger derfor, at Ernst & Young-rapporten 2006 ikke var blevet anvendt, som en privat investor under markedsøkonomiske vilkår ville have anvendt den, og at den, når alt kommer til alt, blot har tilført en forhandling, der næsten var afsluttet, et skær af en markedstransaktion.
- (271) Ovenstående viser, at de nedslag, som Belgien har argumenteret længe for, ikke er blevet drøftet — eller i det mindste ikke er blevet tilstrækkeligt drøftet — med [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt] på forhandlingstidspunktet. De synes tværtimod at være den efterfølgende udformning af FSIH's delvis interne begrundelser for at overbevise sig selv om, at den pris, der blev foreslået af [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt], var berettiget.
- (272) Kommissionen bemærker desuden, at selv om Belgien fandt resultaterne i Ernst & Young-rapporten 2006 kritisable, mente regionen Vallonien ikke, at det var nødvendigt at anmode om en kontradiktorisk vurdering, hvilket den ellers havde gjort i 2003 i forbindelse med regionens indtræden i Duferco US. Drøftelser, der er lige så tekniske og vigtige som drøftelserne om de nedslag, der tilsyneladende blev forhandlet mellem FSIH og [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt], som Belgien henviser til, ville under alle omstændigheder berettige en kontraekspertise.
- (273) Kommissionen vurderer derfor, at den ikke behøver at kommentere »nedslagene« enkeltvis, idet FSIH under alle omstændigheder ikke har handlet som en privat investor på markedsøkonomiske vilkår. Kommissionen konkluderer, at FSIH ved at sælge sine aktier for [...] mio. USD har givet [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt] en økonomisk fordel, som selskabet ikke ville have opnået på normale markedsvilkår.

⁽³⁴⁾ Belgiens svar af 15. september 2015, s. 2.

⁽³⁵⁾ Bilag 4 til Belgiens svar af 8. april 2015, s. 7, begrundelse for prisen.

⁽³⁶⁾ Anmodning om oplysninger af 15. september 2015.

iii) Beregning af støtten

- (274) Baseret på den eneste uafhængige ekspertrapport på daværende tidspunkt, der angav en markedspris på mellem [...] og [...] mio. USD, udgjorde støtteelementet til fordel for [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt] i denne foranstaltning forskellen mellem det nedre interval og transaktionens faktiske pris, dvs. 25,58 mio. USD (eller 20,36 mio. EUR ⁽³⁷⁾).

7.1.4.3. Foranstaltning 3**i) Om pari passu-karakteren af transaktionen**

- (275) Transaktionen anses for at være forenelig med det markedsøkonomiske investorprincip, hvis det kan dokumenteres, at den offentlige og den private investor har gennemført den pågældende transaktion på pari-passu-vilkår.
- (276) Belgien gør gældende, at FSIH's investering er foretaget på pari passu-vilkår med Dufenco Développements investering, da i) risiciene er de samme for FSIH og Dufenco Développement (DSIH indgik hverken i Dufenco-koncernen eller i FSIH før deres fælles erhvervelse af aktiver), ii) de indskudte beløb er identiske, og iii) interventionerne er samtidige.
- (277) [...] bekræfter de argumenter, som Belgien har fremsat.
- (278) Kommissionen anfægter ikke, at transaktionerne var samtidige. Kommissionen tilbageviser derimod Belgiens første to argumenter og vurderer således, at FSIH's investering ikke er foretaget på pari passu-vilkår med Dufenco Développements investering.
- (279) Selv om DSIH formelt blev stiftet uden for Dufenco-koncernen, bemærker Kommissionen i denne forbindelse, at DSIH blot er blevet brugt som et redskab af Dufenco til at erhverve et selskab sammen med FSIH, nemlig Carsid Développement, hvori selskabet ejede hele kapitalen i gennem SIF. Der erindres om, at Dufenco var eneaktionær i SIF indtil den 18. december 2012, dato for NLMK's køb af 50 % af det luxembourgske holdingselskab.
- (280) Dufenco betalte således [...] mio. EUR for erhvervelsen af Carsid Développement gennem DSIH og modtog [...] mio. EUR fra salget af Carsid Développement gennem sit datterselskab SIF. Denne transaktion, der i realiteten blot er en simpel overførsel mellem datterselskaber, er til fordel for Dufenco-koncernen, da transaktionen indebærer en udbetaling af [...] mio. EUR til FSIH.
- (281) Kommissionen konkluderede, at FSIH ved erhvervelsen af et lige antal aktier foretog et kontantindskud på [...] mio. EUR i et datterselskab i Dufenco-koncernen, mens sidstnævnte modtog [...] mio. EUR netto uden at skulle påtage sig en ny risiko. Under disse omstændigheder kan det ikke hævdes, at denne investering blev foretaget på pari passu-vilkår.

ii) Om FSIH's adfærd som privat investor

- (282) Kommissionen redegør her for de grunde, der ud over transaktionens manglende pari passu-karakter gør det muligt for Kommissionen utvetydigt at konkludere, at transaktionen ikke er forenelig med det markedsøkonomiske investorprincip. Disse årsager er knyttet til den måde, hvorpå FSIH har evalueret sin erhvervelse af aktier i DSIH, navnlig i) aktiver og passiver ejet af Carsid Développement, og ii) værdiansættelsen af projektet [...].
- (283) Carsid Développement stiftes i 2006 i forbindelse med den delvise spaltning af moderselskabet Carsid, der indskyder et bestemt antal aktiver i form af naturalier i det nystiftede selskab. Dette indskud blev evalueret af KPMG den 14. november 2006 ⁽³⁸⁾. Ifølge rapporten fra KPMG »KPMG-rapporten 2006« indskydes aktiver for [...] mio. EUR, hvoraf 99 % er kommercielle fordringer på Dufenco La Louvière Sales, og passiver for et tilsvarende beløb ([...] mio. EUR), hvilket svarer til en hensættelse til miljørisici til dækning af omkostningerne til rensningen af Carsid-anlægget, der endnu ikke er påbegyndt.
- (284) FSIH har medtaget de kommercielle fordringer på [...] mio. EUR ved værdiansættelsen af Carsid Développement (og således af DSIH) ⁽³⁹⁾. På trods af en anmodning fra Kommissionen herom ⁽⁴⁰⁾ har Belgien derimod ikke forelagt overbevisende dokumentation for, at FSIH har medtaget Carsid Développement's passiver ved værdiansættelsen af DSIH. Belgien hævder således, at disse passiver i realiteten ikke var en retslig forpligtelse, da reglerne om forurenat jord i Vallonien først trådte i kraft i 2008. Der skulle først foretages en rensning i forbindelse med en senere værdiansættelse af jorden. I sidstnævnte tilfælde ville omkostningerne til rensningen

⁽³⁷⁾ Vekselkurs USD/EUR pr. 14. juni 2006, dvs. 0,7959.

⁽³⁸⁾ Bilag 20 til Belgiens svar af 5. januar 2012.

⁽³⁹⁾ Jf. f.eks. Belgiens svar af 11. december 2013, punkt 86.

⁽⁴⁰⁾ Anmodning om oplysninger af 15. september 2015.

imidtildt blive fuldt kompenseret af værdien af de rensede grunde, som tilsyneladende blev fastlagt af parterne til [...] mio. EUR. Der var således ikke mulighed for at værdiansætte den miljømæssige hensættelse, selv om den var opført i regnskaberne. Kommissionen konstaterer, at Belgien ikke har forelagt Kommissionen dokumentation for disse drøftelser eller en ekspertrapport, der bekræfter værdien af de rensede grunde. Kommissionen konkluderer således, at der ikke er taget højde for disse passiver på tilfredsstillende vis i forbindelse med FSIH's værdiansættelse af Carsid Développement.

- (285) Med hensyn til projektet [...] hævder regionen, at FSIH har baseret sin analyse på objektive omkostningselementer kortlagt i en uafhængig undersøgelse, som Duferco bestilte i 2006 hos et selskab specialiseret inden for rensning af forladte industrigrunde og deponeringsanlæg («SPAQuE»), og på evalueringer af handelsværdien af de rensede grunde.
- (286) Kommissionen anerkender, at de omkostningselementer, der blev fastlagt på daværende tidspunkt af en uafhængig ekspert, er relevante. Kommissionen bemærker derimod, at der ikke er blevet foretaget en forudgående uafhængig undersøgelse af handelsværdien af de rensede grunde. Belgien begrundede den fastlagte værdi på [...] mio. EUR i en undersøgelse foretaget af vurderingsfirmaet Galtier i 2010, dvs. fire år efter gennemførelsen af den omhandlede foranstaltning.
- (287) Kommissionen bemærker, at det i den uafhængige undersøgelse fra SPAQuE fra 2006 imidlertid blev foreslået at foretage en evaluering af de potentielle indtægter fra salget af de rensede grunde⁽⁴¹⁾. Der er ingen scenarier i SPAQuE-undersøgelsen, hvor indtægterne overstiger [...] mio. EUR. På baggrund af de oplysninger, der forelå på daværende tidspunkt, synes det således ikke at være muligt at begrunde den værdi på [...] mio. EUR, som FSIH har betalt.
- (288) Selv om man accepterede skønnet på [...] mio. EUR, som Belgien argumenterer for, konstaterer Kommissionen endelig, at en privat investor under markedsøkonomiske vilkår normalt ikke værdiansætter et projekt på grundlag af de ikke-aktualiserede omkostninger og det forventede afkast. En privat investor under markedsøkonomiske vilkår værdiansætter således ikke på samme måde afkast langt ude i fremtiden og omkostninger, der snart skal afholdes.
- (289) Kommissionen bemærker, at sådanne vurderingsfejl ikke var sket, hvis der var blevet foretaget en fuldstændig og konsekvent værdiansættelse af Carsid Développement på daværende tidspunkt. Kommissionen konstaterer således, at FSIH ikke har foretaget en forudgående økonomisk evaluering af den karakter, der kræves af en privat investor under markedsøkonomiske vilkår.
- (290) På baggrund af ovenstående og retspraksis i EDF-sagen, jf. betragtning 248, konkluderer Kommissionen, at FSIH ikke har handlet som en privat, markedsøkonomisk investor, og at selskabet således har givet DSIH en fordel på vilkår, der ikke svarer til markedsvilkår.

iii) Beregning af støtten

- (291) Da DSIH's overdragelse af selskabets aktiviteter kun har resulteret i en ikke-opkrævet fordring, som i dag ejes af Duferco Wallonie, mener Kommissionen, at støttebeløbet til DSIH svarer til det samlede beløb for FSIH's erhvervelse af aktier, dvs. [...] mio. EUR.

7.1.4.4. Foranstaltning 4 og 5

i) Den uegnede karakter af en komparativ tilgang

- (292) Inden det vurderes, om et lån omfatter et element af støtte, bør det efter Kommissionens opfattelse fastslås, om modtagervirksomheden havde mulighed for at rejse de omhandlede beløb på tilsvarende vilkår på kapitalmarkedet⁽⁴²⁾. Ved denne vurdering kan Kommissionen anvende en komparativ tilgang og evaluere de omhandlede lån på grundlag af markedstransaktioner, der efter Kommissionens opfattelse er sammenlignelige. Kommissionen har i denne forbindelse anmodet Belgien om at angive, om [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] og SIF i 2009 havde opnået sammenlignelige lån i andre finansieringsinstitutter end FSIH, og i bekræftende fald på hvilke vilkår.
- (293) Belgien har forelagt Kommissionen tabeller over et vist antal lån ydet til [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] og til SIF.

⁽⁴¹⁾ Bilag 6 til Belgiens svar af 4. juni 2013, oversigt over udgifter og indtægter.

⁽⁴²⁾ Rettens dom af 30. april 1998 i sag T-16/96, Cityflyer Express mod Kommissionen, ECLI:EU:T:1998:78, præmis 51.

- (294) Med hensyn til [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] har Belgien præciseret, at [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] som et ikke-operationelt holdingselskab aldrig har haft behov for at optage banklån, og det er således umuligt at sammenligne disse to rentesatser med den faktiske sats, som disse banker anvender over for dette bestemte selskab. For [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] vedrører de sammenligningspunkter, som Belgien har anført, således alle selskabets datterselskaber.
- (295) For [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] og for SIF havde Kommissionen allerede i sin indledningsafgørelse ⁽⁴³⁾ konstateret, at tabellerne omfattede lån, der ikke kunne sammenlignes med de omhandlede lån: forskellige løbetider (generelt kortere løbetid end for de omhandlede lån), forskellige beløb (langt mindre beløb end de to lån), forskellig karakter (tabellerne omfatter f.eks. 1-årige lån, der kan fornys, og overtræksrettigheder) og endelig forskellig karakter af sikkerhedsstillelsen (pant i fast ejendom eller andre materielle aktiver).
- (296) Belgien har kritiseret Kommissionen for ikke i tilstrækkelig grad at begrunde, hvorfor den ikke betragter de anførte lån som gyldige sammenligningselementer. Kommissionens analysekriterier var således ikke acceptable, da rentesatsen ifølge Belgien ⁽⁴⁴⁾ hverken fastlægges på grundlag af i) lånets løbetid, ii) lånets karakter eller iii) lånebeløbet.
- (297) I modsætning til Belgiens påstande konstaterer Kommissionen, at det er almindeligt anerkendt i de finansielle miljøer, at lånets løbetid tydeligvis har betydning for fastlæggelse af rentesatsen. Den Europæiske Centralbank har således illustreret forholdet mellem rentesatsen på et lån og dets løbetid i en figur ⁽⁴⁵⁾. Kurven viser tydeligt, at rentesatsen stiger i takt på lånets løbetid, navnlig de ti første år. Denne konstatering er ligeledes baseret på Domstolens retspraksis. I sagen Arbel Fauvet ⁽⁴⁶⁾ bekræftede Retten Kommissionens analyse, hvori Kommissionen anførte, at rentevilkårene for en kortsigtet kredit og en langsigtet kredit ikke kan være ens:
- »Forhøjelsen af overtrækket på kontoen indrømmet af en privat bank er en meget kortsigtet kredit, i modsætning til de omtvistede forskud, som løber over tre år, som således ikke er genstand for den samme risikoanalyse fra kreditorernes side. Den omstændighed, at en debitor kan opnå en kortsigtet kredit, gør det således ikke muligt at bedømme hans muligheder for at opnå et lån, som forfalder om længere tid, og hvis tilbagebetaling afhænger af hans overlevelsessevne.«
- (298) Efter Kommissionens opfattelse har lånets karakter ligeledes indflydelse på rentesatsen. Risikoen forbundet med finansiering af et behov for driftsmidler kan ikke forrentes på samme måde som en kapitalinvestering. Da risikoniveauet er forskelligt afhængigt af karakteren af det projekt, der skal finansieres, skal rentesatsen derfor nødvendigvis justeres.
- (299) Af disse grunde kan Kommissionen ikke imødegå Belgiens indsigelse og bekræfter, at Kommissionen ikke vil anvende en komparativ tilgang på grundlag af de lån, som Belgien har forelagt.
- (300) Da Kommissionen ikke ville undersøge de lån, som Belgien havde forelagt, ønskede [...] og SIF at orientere Kommissionen om andre lån.
- (301) [...] har således forelagt en tabel over 19 lån i forskellige valutaer med en større hovedstol end de lån, som Belgien havde anført. Kommissionen konstaterer, at kun et af disse 19 lån blev ydet i 2009. Der er tale om en betalingslempelse, som kunne mobiliseres for den pågældende måned (lånet fra FSIH havde en løbetid på seks år). De fleste af de andre lån var ydet i perioden 2003-2008, dvs. før den finansielle krises udbrud og i en periode, hvor stålmarkedet stadig var i vækst. Alene på grund af disse væsentlige forskelle vurderer Kommissionen, at det ikke er relevant at sammenligne de 19 lån forelagt af [...] med lånet fra FSIH.
- (302) Med hensyn til SIF vurderer Kommissionen, at de to lån, som Kommissionen er blevet orienteret om, ikke er relevante. Der er ganske vist tale om to langsigtede lån. Der var imidlertid en høj sikkerhedsstillelse for begge disse lån: i) sikkerhedsstillelse fra DPH og NLMK ii) for lånet i Rabobank: [...], iii) for lånet i Sumitomo: en garanti på [...]. Der er ingen sikkerhedsstillelse for lånet ydet af FSIH. De lån, som SIF havde anført, var desuden [...], hvorimod lånet ydet af FSIH er [...]. Disse elementer viser, at lånet ydet af FSIH var mere risikofyldt end de lån, som SIF havde anført. Disse lån kan således ikke anvendes til sammenligning.

⁽⁴³⁾ Punkt 167.

⁽⁴⁴⁾ Belgiens svar af 11. december 2013, punkt 255-279.

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

⁽⁴⁶⁾ Rettens dom af 12. maj 2011 i forenede sager T-267/08 og T-79/08, Région Nord-Pas-de-Calais mod Kommissionen, ECLI:EU:T:2011:209, præmis 161.

- (303) På baggrund af ovenstående konkluderer Kommissionen, at de eksempler på lån, der er blevet fremført af [...] og SIF, ikke kan sammenlignes med de omhandlede to lån. Den komparative metode er således usikker i denne sag.

ii) **Analyse af lånene på baggrund af 2008-meddelelsen om referencesatsen**

- (304) I de tilfælde, hvor det er umuligt at identificere sammenlignelige transaktioner på markedet, har Kommissionen udarbejdet indikatorer til bestemmelse af, om lån indeholder støtteelementer. For disse lån er metoden til beregning af en referencesats, der tjener som markedsprisen, beskrevet i 2008-meddelelsen om referencesatsen. Denne metode er baseret på to grundlæggende parametre: rentemargenen og graden af sikkerhedsstillelse.
- (305) Kommissionen ønsker i første omgang at anvende denne metode på lånet ydet til [det selskab, der kontrollerede Dufenco-koncernen på daværende tidspunkt].
- (306) Belgien gør gældende, at [det selskab, der kontrollerede Dufenco-koncernen på daværende tidspunkt] kunne begrunde en AAA-rating på tidspunktet for FSIH's ydelse af lånet. På grundlag af en tabel med omkring 40 lån i euro i 2009 til Dufenco ⁽⁴⁷⁾ gør Belgien således gældende, at de margener, som de kommercielle banker anvendte over for Dufenco, afspejlede en AAA-rating med høj sikkerhedsstillelse i henhold til 2008-meddelelsen om referencesatsen. Hvis den pågældende meddelelse afspejler markedet korrekt, må det udledes af meddelelsen, at Dufenco var berettiget til en AAA-rating.
- (307) Kommissionen bestrider dette argument. På de lån, der er anført i tabellen fra Belgien, er margenen generelt mellem 70 og 150 basispoint. Et stort antal af disse lån er blevet forhandlet med en margen på 100 basispoint. Da Belgien tilsyneladende bekræfter, at Dufencos lån har en høj sikkerhedsstillelse, svarer en margen på 100 basispoint imidlertid til en BB-rating for denne sikkerhedsstillelse i henhold til 2008-meddelelsen om referencesatsen. På grundlag af Belgiens begrundelse skulle [det selskab, der kontrollerede Dufenco-koncernen på daværende tidspunkt] således højst tildeles en BB-rating.
- (308) Denne kreditvurdering af [det selskab, der kontrollerede Dufenco-koncernen på daværende tidspunkt] bekræftes ved en sammenligning af ratingen af de vigtigste globale stålkoncerner i 2009. Der var først og fremmest ingen globale stålkoncerner, som fik en AAA-rating i 2009, uanset kreditvurderingsbureau. Belgien bestrider i øvrigt ikke dette. Kommissionen konstaterer, at kun to af de omkring ti globale stålkoncerner, som blev kreditvurderet i 2009 ⁽⁴⁸⁾, opnåede en A- og A-rating, tre var i BBB-kategorien og fire i BB-kategorien. Kommissionen udleder heraf, at det ville have været vanskeligt for Dufenco-koncernen at opnå en rating svarende til AAA i 2009, og at »BB«-ratingen baseret på den tilgang, som Belgien har foreslået, synes at være i overensstemmelse med en række andre stålkoncerners tilgang — det er desuden den hyppigste rating i 2009.
- (309) Med hensyn til værdien af sikkerhedsstillelsen er Kommissionen ikke enig med Belgien i, at sikkerhedsstillelsen for lånet ydet til [det selskab, der kontrollerede Dufenco-koncernen på daværende tidspunkt] var meget solid. Der erindres om, at denne sikkerhedsstillelse udgøres af pant i 15 % af aktierne i DPH og sikkerhed for prioriteret tilbagebetaling ved forfald af en fremtidig, men næsten sikker fordring på [...] mio. USD.
- (310) Med hensyn til pantet i 15 % af aktierne i DPH bemærker Kommissionen for det første, at DPH, der er registreret i [...], er et ikke-børsnoteret selskab, hvis aktier i sagens natur således ikke er særlig likvide. Værdien af en sikkerhedsstillelse hænger imidlertid sammen med dens grad af likviditet i tilfælde af misligholdelse fra låntagerens side, dvs. dens salgbarhed på kort sigt og uden tab af værdi. Som for alle stamaktier svinger værdien af aktierne i DPH, hvilket er problematisk i forbindelse med sikkerhedsstillelse for et langfristet lån, hvor hele lånet først skal tilbagebetales ved løbetidens ophør. Belgien gør endelig gældende, at Kommissionen har fremhævet DPH's finansielle soliditet i betragtning 148 i indledningsafgørelsen (forøgelse af egenkapitalen og af nettoresultatet). Kommissionen præciserer, at denne konstatering vedrørte perioden 2003-2006 og ikke 2009. Dufenco understreger tværtimod i sin årsberetning for 2009, at salget er faldet drastisk, næsten 50 % i forhold til 2008, og at der er et samlet tab på ca. [...] mio. USD. Kommissionen mener derfor, at denne sikkerhedsstillelse ikke kan betegnes som normal, men at den tværtimod bør betegnes som lav.
- (311) Med hensyn til fordringen på [...] mio. USD minder Kommissionen om, at [det selskab, der kontrollerede Dufenco-koncernen på daværende tidspunkt] i henhold til låneaftalens artikel 3 skulle tilbagebetale lånet den 31. december 2015 eller før i tilfælde af ændring af kontrollen med SIF i henhold til aftalen af 1. september 2008 indgået mellem DII og NLMK. I sidstnævnte tilfælde anføres det i artikel 6, stk. 1, i aftalen, at [det selskab, der kontrollerede Dufenco-koncernen på daværende tidspunkt] forpligtede sig til først og fremmest at anvende de

⁽⁴⁷⁾ Bilag 13 til Belgiens svar af 4. juni 2013.

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

nødvendige beløb til tilbagebetaling af lån i henhold til låneaftalen før enhver anden betaling eller tilbagebetaling af gæld af enhver karakter. Det bestemmes ligeledes i artikel 6, stk. 2, at [det selskab, der kontrollerede Dufenco-koncernen på daværende tidspunkt] forpligter sig til at sikre, at DII venter med at gøre brug af sin salgsoption indtil den 18. december 2012 og/eller indtil gennemførelsen af de investeringer, der er nævnt i bilaget.

- (312) Kommissionen præciserer, at værdien af en sikkerhedsstillelse afhænger af mulighederne for at gøre den gældende. I denne sag kan Dufercos fordring imidlertid ikke betragtes som sikker på tidspunktet for undertegnelse af låneaftalen, da DII har forpligtet sig til ikke at gøre brug af sin option før den 18. december 2012. I tilfælde af misligholdelse fra selskabets side [det selskab, der kontrollerede Dufenco-koncernen på daværende tidspunkt] har sikkerhedsstillelsen ingen værdi indtil denne dato. Kommissionen anerkender imidlertid, at Dufercos udtræden af SIF var meget sandsynlig i lyset af situationen på daværende tidspunkt. Sandsynligheden for at gøre sikkerhedsstillelsen gældende og de facto dens kvalitet blev større efterhånden, så meget desto mere som Dufenco havde forpligtet sig til først og fremmest at anvende den sikre fordring til at tilbagebetale lånet ydet af FSIH. Kommissionen vil således tilslutte sig Belgiens vurdering af sikkerhedsstillelsen som normal.
- (313) Med hensyn til [det selskab, der kontrollerede Dufenco-koncernen på daværende tidspunkt] konkluderer Kommissionen, at selskabet er berettiget til en BB-rating, og at sikkerhedsstillelsen for de omhandlede lån i bedste fald kan betegnes som normal. I henhold til 2008-meddelelsen om referencesatsen burde margenen have været 220 basispoint — et langt højere niveau end de 75 basispoint, som FSIH har godkendt. SIF har således fået en økonomisk fordel på vilkår, der ikke svarer til markedsvilkår.
- (314) Kommissionen anvender for det andet 2008-meddelelsen om referencesatsen på lånet ydet til SIF.
- (315) Kommissionen bemærker, at det fælles selskab SIF i lighed med Dufenco ikke havde en offentlig kreditvurdering. Da selskabet ikke var blevet kreditvurderet og der ikke var andre elementer, som gjorde det muligt at kreditvurdere SIF, havde Kommissionen ikke andet valg end at basere sig på kreditvurderingen af moderselskaberne.
- (316) Kommissionen konstaterer således, at moderselskabet NLMK havde fået en BBB-rating af Standard and Poor's, en Ba1-rating af Moody's og en BB+-rating af Fitch (jf. NLMK's årsberetning fra 2009). I henhold til 2008-meddelelsen om referencesatsen svarede disse kreditvurderinger til ratingkategorien »tilfredsstillende« (BB). Det andet moderselskab, Dufenco, har ligeledes en BB-rating i henhold til den vurdering, som Kommissionen har anlagt i betragtning 313.
- (317) Som datterselskab af to selskaber (NLMK og Dufenco) med en BB-rating i henhold til Kommissionens vurdering og i lyset af de makroøkonomiske forhold i 2009, der var særlig vanskelige i stålsektoren, vurderer Kommissionen, at ratingen af SIF ud fra et forsigtigt og rimeligt skøn kan betegnes som en BB-rating.
- (318) Kommissionen konstaterer efterfølgende, at lånet blev ydet uden sikkerhedsstillelse. SIF anfører, at selskabet havde mulighed for at stille sikkerhed selv, endog for NLMK eller Dufenco: »FSIH anmodede ikke selskabet om at stille sikkerhed, da selskabets finansielle situation på daværende tidspunkt, selskabets tilknytning til NLMK-/Dufenco-koncernerne og garantien stillet af NLMK i tilfælde af ændring af kontrollen var tilstrækkelig til at forsikre FSIH om selskabets evne til at tilbagebetale lånet«⁽⁴⁹⁾. SIF understreger, at selskabets finansielle situation var solid i 2008. Lånet ydet af FSIH løb imidlertid over [7-12] år med indfrielse ved udløb. På grund af disse to karakteristika mener Kommissionen, at en privat långiver ville have krævet tilstrækkelige og forholdsmæssige garantier for at dække sin risiko i [7-12] år, og at långiveren ikke ville have stillet sig tilfreds med SIF's finansielle resultater for regnskabsåret 2008 og givet afkald på enhver sikkerhed. Kommissionen konkluderer derfor, at sikkerheden for lånet er lav.
- (319) På baggrund af vurderingen af SIF's kreditværdighed (BB) og af sikkerhedsstillelsen (lav) for lånet fra FSIH konkluderer Kommissionen, at man burde have krævet en margen på 400 basispoint i henhold til 2008-meddelelsen om referencesatsen. Denne margen er langt højere end de 75 basispoint, som SIF og FSIH forhandlede sig frem til. Kommissionen konkluderer, at der er ydet støtte, da SIF har fået en økonomisk fordel på vilkår, der ikke svarer til markedsvilkår.

⁽⁴⁹⁾ Punkt 28 i SIF's bemærkninger.

- (320) På baggrund af ovenstående vurderer Kommissionen, at ingen privat långiver ville have accepteret at yde et lån på henholdsvis 100 et 75 mio. EUR til [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] og SIF på de vilkår, som FSIH har accepteret. FSIH har således givet de to låntagere en fordel ved ikke at handle som en privat långiver, hvilket stiller disse to låntagere i en gunstigere situation end deres konkurrenter.

iii) **Vurdering af støttebeløbet**

- (321) Støttebeløbet er beregnet på grundlag af forskellen mellem de faktiske rentesatser (1,99 %) og satserne i henhold til 2008-meddelelsen om referencesatsen, dvs. 3,502 % (den 1-årige Euriborrente + 220 basispoint) for [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] og 4,302 % (den 1-årige Euriborrente + 400 basispoint) for SIF, anvendt fra datoen for ydelse af lånene til datoen for tilbagebetaling af lånene før tid. Lånet til [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] blev således undertegnet den 4. september 2009 med et lånebeløb på 30 mio. EUR, en løbetid på seks år i princippet og en effektiv rente på 2,04 % ved udbetaling. Beløbet blev efterfølgende forhøjet til 70 mio. EUR med en effektiv rente på 1,99 % ved udbetaling. Lånet blev tilbagebetalt før tid i juli 2011. Lånet til SIF beløb sig til 75 mio. EUR frigivet i to rater af 20 mio. EUR (september 2009) og 55 mio. EUR (december 2009), og den effektive rente på de to rater var 1,99 %. Det blev aftalt, at de førtidige tilbagebetalinger af hovedstol og renter skulle foretages i rater i juni 2011 og i 2012 og 2013.
- (322) Til illustration heraf og baseret på en forenklet nutidsværdiberegning beløber støttebeløbet sig således til 2,08 mio. EUR for lånet til [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] og til 10,41 mio. EUR for lånet til SIF ⁽⁵⁰⁾.

7.1.4.5. **Foranstaltning 6**

i) **Om pari passu-karakteren af transaktionen**

- (323) En transaktion anses for at være forenelig med det markedsøkonomiske investorprincip, hvis det kan dokumenteres, at den pågældende transaktion er blevet gennemført på pari-passu-vilkår mellem den offentlige og den private investor.
- (324) Belgien anfører, at FSIH's erhvervelse af aktier er sket på pari passu-vilkår med DII's erhvervelse, da de investerede beløb er næsten identiske, da DLP ikke indgik i Duferco-koncernen på tidspunktet for FSIH's investering, og da formålet med disse investeringer var at købe aktiver, der tilhørte SIF og ikke Duferco-koncernen.
- (325) [...] bekræfter disse bemærkninger og tilføjer, at DII ikke har været i besiddelse af andre finansielle dokumenter end dokumenterne forelagt af Belgien ved undersøgelsen af hensigtsmæssigheden af investeringerne.
- (326) Kommissionen mener, at DLP i lighed med DSIH (foranstaltning 3) kun er et redskab, der anvendes af de interesserede parter, FSIH og DII, til at give Dufercos overtagelse af aktiver, som selskabet allerede delvis ejer, pari passu-karakter. DLP blev således stiftet i 2011 af FSIH og DII som et SPV-selskab med henblik på placering af Dufercos belgiske aktiver. Der er navnlig tale om aktiver i forbindelse med afviklingen af SIF (Duferco ejede på daværende tidspunkt 50 %) og aktiver ejet sammen med FSIH gennem DSIH.
- (327) Selv om holdingselskabet DLP formelt blev stiftet uden for Duferco-koncernen, mener Kommissionen, at det tidsmæssige sammenfald og de forskellige overdragelser af aktier mellem de forskellige datterselskaber i Duferco-koncernen mellem juni og juli 2011 ⁽⁵¹⁾ viser DLP's afhængighed af Duferco siden selskabets stiftelse.
- (328) Kommissionen bemærker desuden og mere grundlæggende, at Duferco-koncernens formuestilling efter den omhandlede foranstaltning og de underliggende risici næsten ikke havde ændret sig. Duferco ejer således gennem DLP i) 50,3 % af stålaktiverne, hvoraf selskabet allerede ejede 50 % gennem SIF, og ii) 50,3 % af

⁽⁵⁰⁾ Vurderingen er foretaget ved at beregne de renter, der skulle have været betalt ved anvendelse af rentesatsen i 2008-meddelelsen om referencesatsen, og ved at fratække de anslåede renter på grundlag af den faktiske rentesats og aktualisere alle beløb til den angivne sats i den pågældende meddelelse. Renteberegningen og aktualiseringen er imidlertid begge tilnærmelsesvis i forhold til simulerede forfaldstidspunkter (navnlig varighed i år i stedet for den præcise dato for tilbagebetalingen uden hensyntagen til delvise tilbagebetalinger af renter), hvor der således ikke tages højde for den faktiske finansielle profil og tidsplan for tilbagebetaling.

⁽⁵¹⁾ Jf. navnlig betragtning 49 i denne afgørelse.

diversificeringsaktiverne, hvoraf selskabet allerede ejede 50 % gennem DSIH. FSIH's formuestilling ændrer sig derimod betydeligt efter den omhandlede foranstaltning. FSIH erhverver således 49,7 % af de vigtige stålaktiver i La Louvière og Trebos, som selskabet ikke ejede allerede.

(329) Med hensyn til finansielle forpligtelser påtager Duferco-koncernen sig således følgende forpligtelser:

- betaling af [...] mio. EUR i forbindelse med overtagelse af visse stålaktiver i SIF gennem DLP
- modtagelse af [...] mio. EUR i forbindelse SIF's salg af disse aktiver (SIF var på daværende tidspunkt et datterselskab i Duferco, som ejede 50 %)
- lån på [...] mio. EUR fra DSIH gennem DLP i forbindelse med køb af Duferco Diversification
- fordring på [...] mio. EUR på DLP gennem DSIH i forbindelse med salg af Duferco Diversification.

(330) Duferco-koncernens finansielle nettobidrag er således [...] mio. EUR for selskabets erhvervelse af aktier i DLP (50,3 %). Dette beløb står ikke mål med de 99,7 mio. EUR ⁽³²⁾, som FSIH har accepteret for at få en aktiepost på 49,7 % i DLP.

(331) Under disse omstændigheder kan det ikke hævdes, at denne investering blev foretaget på pari passu-vilkår.

ii) Om FSIH's adfærd som privat investor

(332) Kommissionen redegør her for de grunde, der ud over transaktionens manglende pari passu-karakter gør det muligt for Kommissionen at konkludere, at transaktionen ikke er forenelig med det markedsøkonomiske investorprincip. Disse grunde er knyttet til FSIH's metode til værdiansættelse af selskabets investering i DLP.

(333) Uden at gå i detaljer med disse evalueringer afviser Kommissionen en indsigelse rejst af [...]. Ifølge [...] var det forhold, at FSIH ikke havde adgang til andre dokumenter end DII (privat investor) på daværende tidspunkt, tilstrækkeligt til at dokumentere, at FSIH foretog investeringen på et oplyst grundlag.

(334) Af de grunde, der er anført i betragtning 329, var den pågældende transaktion næsten neutral for Duferco-koncernen. Duferco-koncernen var således på ingen måde tilskyndet til at udarbejde detaljerede rapporter og undersøgelser, idet prisen for de aktiver, der blev købt af DLP, kun havde begrænset indvirkning på selskabets likviditet. Dette var ikke tilfældet for FSIH, der skulle betale 49,7 % af den fastsatte pris for disse aktiver. FSIH var i modsætning til Duferco derfor nødt til at gøre sit yderste for at evaluere disse aktiver til dagsværdien. Det forhold, at Duferco ikke har haft adgang til andre dokumenter end dokumenterne fra Belgien, beviser overhovedet ikke, at FSIH har handlet på samme måde som en privat, markedsøkonomisk investor.

(335) Med hensyn til indholdet af disse evalueringer minder Kommissionen om, at fire elementer skulle værdiansættes: i) aktierne i DLLPL, ii) aktierne i Duferco Trebos, iii) lagerbeholdningerne overtaget fra Duferco La Louvière Sales, og iv) projektet, der begrundes en investering på [30-40] mio. EUR i DLLPL.

(336) Kommissionen mener ikke, at Galtier-rapporten fra maj 2011 fremlagt af Belgien kan betegnes som en konsekvent værdiansættelse af DLLPL. Der angives kun en vurdering af dagsværdien (»fair value«) af de materielle aktiver i La Louvière-anlægget, og der tages hverken højde for passiver eller forretningsplaner.

(337) Vurderingsfirmaet Galtier har imidlertid via Belgien meddelt Kommissionen, at firmaet havde baseret sin vurdering på en behørig forretningsplan. Den syntetiske udgave af denne forvaltningsplan forelagt af Belgien ⁽³³⁾ er et kort dokument uden angivelse dato eller forudsætninger. Kommissionen har ikke modtaget den ikke-syntetiske version af forretningsplanen, hvis denne har eksisteret.

⁽³²⁾ Kommissionen har fratrukket nettovirkningen for FSIH af overdragelsen af Duferco Diversification til DLP (- 0,3 mio. EUR) i kapitalforøgelsen på 100 mio. EUR.

⁽³³⁾ Bilag 21 til Belgiens svar på indledningsafgørelsen.

- (338) Belgien har fremført det samme argument vedrørende købsprisen for aktierne i Dufenco Trebos, nemlig at dokumentet »Valeur d'utilité des actifs corporels et incorporels de Trebos« fra maj 2011 rent faktisk indeholder en række undersøgelser og rapporter og en foreløbig forretningsplan på to sider udarbejdet af Dufenco⁽⁵⁴⁾. Datoen for udarbejdelse af sidstnævnte dokument er ikke angivet. Formålet med rapporten fra 2011 var at evaluere aktivernes nytteværdi og værdien af kundekredsen i den generelle forretning. Hverken regnskaberne eller selskabet er blevet revideret. Der er ikke blevet forelagt en syntetisk værdiansættelse af Dufenco Trebos som helhed.
- (339) Med hensyn til disse to erhvervelser anerkender Belgien i øvrigt, at »parterne ikke fandt det nødvendigt at udarbejde en behørig forretningsplan. FSIH havde fuldt kendskab til investeringsobjektet«. Kommissionen mener imidlertid, at det er nyttigt at have kendskab til et selskab, men ikke tilstrækkeligt for en investor, hvis investeringsbeslutning afhænger af det forventede fremtidige afkast.
- (340) Med hensyn til evalueringen af lagerbeholdningerne i Dufenco La Louvière Sales, selskab kontrolleret af SIF, har Belgien forelagt et dokument, der ifølge Belgien begrundes, at lagerbeholdningernes markedsværdi var højere end den bogførte værdi, hvilket var den værdi, der blev lagt til grund for fastsættelsen af salgsprisen. Kommissionen konstaterer også her, at datoen for udarbejdelse af dette dokument ikke er anført.
- (341) Med hensyn til investeringen på [30-40] mio. EUR i DLLPL havde Kommissionen endelig i sin indledningsafgørelse anmodet Belgien om at fremlægge alle undersøgelser og forretningsplaner vedrørende denne investering. Belgien har bekræftet, at der i sidste ende kun var en forretningsplan, som underbyggede investeringen på [30-40] mio. EUR, idet de øvrige nævnte planer ikke blev udarbejdet, da de vedrørte andre projekter, som blev opgivet. Belgien har således forelagt Kommissionen en udateret plan på en enkelt side med en tabel over EBITDA frem til 2016 uden forklaring eller forudsætninger, der begrundes de anførte tal.
- (342) Efter Kommissionens opfattelse kompenserer de øvrige dokumenter, som Belgien henviser til, ikke for dette dokumentets utilstrækkelighed. I dokumentet »Un projet d'avenir pour la sidérurgie louviéroise« fra februar 2011 redegøres nærmere for strategien for opretholdelse af produktionen af stangstål og flade produkter. Redegørelsen om DLLPL's historiske udvikling de sidste fem år fylder en side. I dokumentet »Plan marketing Produits Long 2011-2013« foretages udelukkende en analyse af den pågældende sektor.
- (343) Det fremgår af ovenstående, at FSIH's investering ikke kan betragtes som forenelig med det markedsøkonomiske investorprincip. Kommissionen konstaterer, at DLP har givet FSIH tilladelse til endnu engang at støtte stålindustrien i Vallonien, uden at dette er begrundet i en økonomisk analyse i overensstemmelse med det markedsøkonomiske investorprincip.

iii) **Vurdering af støttebeløbet**

- (344) Det følger af ovenstående, at investeringen ikke kan betragtes som en investering på pari passu-vilkår og som forenelig med det markedsøkonomiske investorprincip. Det støttebeløb, som DLP har modtaget, beløber sig således til kapitalforhøjelsen, dvs. 100 mio. EUR.

7.1.4.6. **Samlet konklusion om kriteriet om den økonomiske fordel**

- (345) Efter den særskilte analyse af de enkelte foranstaltninger mener Kommissionen, at det er nødvendigt at fortage en mere generel analyse af FSIH's investeringsstrategi siden oprettelsen. Kommissionen mener således, at disse foranstaltninger er indbyrdes afhængige, og at de har det samme formål, nemlig at understøtte Dufenco-koncernens aktiviteter i Vallonien og sikre deres bæredygtighed gennem indirekte investeringer i koncernens offshore-datterselskaber for at omgå reglerne om forbud mod støtte til stålindustrien i EU. FSIH's interventioner har betydet, at støttemodtagerne, Dufencos moderselskab eller koncernens datterselskaber etableret i USA, (foranstaltning 1), [...] (foranstaltning 2), i Irland (foranstaltning 3), [...] (foranstaltning 4) og [...] (foranstaltning 5 og 6), har fået mulighed for at finansiere projekter gennemført i Vallonien i koncernens aktive vallonske datterselskaber i stålindustrien og inden for rensning af grunde i takt med den gradvise afvikling af selskabets stålaktiviteter i Vallonien.

⁽⁵⁴⁾ Bilag 23 til Belgiens svar på indledningsafgørelsen.

- (346) Denne analyse er begrundet i sammenfaldet mellem eller den sammenlignelige gennemførelse af bestemte projekter.
- (347) Dufenco har således været etableret i Belgien siden 1997, hvor koncernen overtog smedeværkstederne i Clabecq, der havde store økonomiske problemer, med støtte fra regionen Vallonien og garantistillelse fra Kommissionen (erhvervelse af aktier for 8,75 mio. EUR og lån på 13,75 mio. EUR) ⁽⁵⁵⁾. Kommissionen bemærker, at denne overtagelse er sket efter Kommissionens negative beslutning vedrørende smedeværkstederne i Clabecq ⁽⁵⁶⁾. Den belgiske stats forsøg på at redde disse smedeværksteder blev anset for at være uforeneligt med fællesmarkedet i december 1996. Selskabet blev derfor erklæret konkurs i januar 1997.
- (348) Dufenco-koncernen overtog efterfølgende en række vallonske stålværker, fortsat med finansiel støtte fra regionen Vallonien via Sogepa og herefter via FSIH fra 2003. I 1999 køber Dufenco virksomheden Gustave Boël i La Louvière fra Hoogovens Staal med støtte fra regionen Vallonien (konvertering af en fordring på 12,5 mio. EUR til 25 % af kapitalen og lån på 25,3 mio. EUR) ⁽⁵⁷⁾. Efter meddelelsen fra bestyrelsesformanden for Usinor-Sacilor-koncernen i februar 2001 om, at man havde til hensigt at nedlægge varmvalsningsaktiviteterne på Cockerill Sambre i Charleroi, indledtes der drøftelser mellem Usinor-Cockerill Sambre, Dufenco-koncernen og Sogepa med det hovedformål at stifte et fælles selskab til fremstilling af plader, hvis produktionsapparat skulle udgøres af de eksisterende anlæg på Cockerill Sambre i Charleroi suppleret med udstyr fra Dufenco Clabecq. I 2002 overtager Dufenco således varmvalseværket i Charleroi, der skifter navn til Carsid, i samarbejde med Usinor og igen med støtte fra regionen Vallonien (Sogepas deltagelse i Carsids kapital er på omkring 20 mio. EUR, nedbragt til 9 mio. EUR efter afgørelsen om at indlede proceduren efter artikel 6, stk. 5, i beslutning nr. 2496/96/EKSF).
- (349) Kommissionen bemærker, at FSIH blev stiftet i marts 2003, dvs. under Kommissionens undersøgelse på baggrund af vedtagelsen af beslutningen om at indlede den formelle undersøgelsesprocedure den 3. april 2002 om regionen Valloniens finansielle deltagelse i selskabet Carsid. Denne procedure blev afsluttet den 15. oktober 2003 ⁽⁵⁸⁾ med en negativ beslutning fra Kommissionen begrundet i, at man ikke kunne betragte en investering i en ny virksomhed som en investering på pari passu-vilkår, når det kun er den offentlige aktionær, der påtager sig en ny risiko, og den private aktionær kun overfører en eksisterende aktivitet eller et eksisterende projekt i den nye virksomhed. Kommissionen bemærker således, at regionen Valloniens interventioner til fordel for Dufenco flere gange har gjort det muligt at udsætte vanskelige, men økonomisk nødvendige, samfundsmæssige justeringer i stålindustrien i Vallonien. Denne adfærd, der var begrundet i regionale og sociale hensyn og hensynet til at bevare arbejdspladser på bekostning af rationalisering og modernisering af stålindustrien, kan ikke betragtes som en privat investors adfærd.
- (350) Kommissionen bemærker desuden, at FSIH's investeringsadfærd ikke er i overensstemmelse med en oplyst markedsinvestors adfærd. I denne sag bør FSIH's adfærd sammenlignes med den adfærd, en investeringsfondsforvalter ville udvise. Det er imidlertid usandsynligt, at en sådan markedsoperatør ville følge den generelle investeringspolitik afdækket i forbindelse med denne procedure, som FSIH har fulgt. En ikke-spekulativ investeringsfond bør diversificere risiciene i sin investeringsportefølje for at sikre sin overlevelse. Den geografiske og sektorspecifikke diversificering af aktiverne i porteføljen, der foretages under hensyntagen til de ønskede resultater og den ønskede rentabilitetshorisont, mindsker aktivernes volatilitet og således investeringsrisikoen forbundet med porteføljen som helhed. Denne diversificering skal ikke nødvendigvis være ekstrem, men i denne sag har FSIH kun investeret i et enkelt selskab.
- (351) Ved udelukkende at investere i Dufenco-koncernen var FSIH's risikoeksponering imidlertid maksimal, da FSIH's investeringsafkast afhæng af et enkelt selskabs succes eller fiasko. FSIH's generelle investeringsadfærd er således et yderligere tegn på, at FSIH's transaktioner ikke opfylder kriteriet om en privat investor under markedsøkonomiske vilkår.
- (352) På baggrund af ovenstående konkluderer Kommissionen, at de omhandlede foranstaltninger ikke er i overensstemmelse med det markedsøkonomiske investorprincip. Interventionsbetingelserne har i hvert enkelt tilfælde givet de pågældende forskellige enheder i Dufenco-koncernen en fordel. Disse udgør derfor støtte efter artikel 107, stk. 1, TEUF.
- (353) Det samlede støttebeløb beløber sig således i princippet til 211,43 mio. EUR.

⁽⁵⁵⁾ Kommissionens beslutning af 25. november 1997 i sag N 680/97, Belgien — Regionen Valloniens deltagelse i »Dufenco Belgium SA«.

⁽⁵⁶⁾ Kommissionens beslutning af 18. december 1996 i sag 97/271/EKSF, Belgien — Forges de Clabecq (EKSF-stål).

⁽⁵⁷⁾ Kommissionens beslutning af 26. maj 1999 i sag N-246/99, Belgien — De belgiske offentlige myndigheders finansielle deltagelse til fordel for virksomheden HUGB, EKSF-stål.

⁽⁵⁸⁾ Beslutning 2005/137/EF.

8. STØTTENS FORENELIGHED MED DET INDRE MARKED

- (354) Forbuddet mod statsstøtte er hverken absolut eller ubetinget. I henhold til artikel 107, stk. 2 og 3, i TEUF er det således muligt at betragte nogle former for støtte som forenelige med det indre marked.
- (355) Belgien har i sit svar på indledningsafgørelsen ikke begrundet foreneligheden af de omhandlede foranstaltninger.
- (356) Kommissionen bemærker, at undtagelserne i artikel 107, stk. 2, i TEUF tydeligvis ikke synes at finde anvendelse. De eneste undtagelser i stk. 3 i den pågældende artikel, som kan være relevante, er litra a) og c). Det fastslås således i litra a), at støtte til fremme af den økonomiske udvikling i områder, hvor levestandarden er usædvanlig lav, eller hvor der hersker en alvorlig underbeskæftigelse, kan betragtes som forenelig med det indre marked. Det bekræftes i litra c), at støtte til fremme af udviklingen af visse erhvervsgrøner eller økonomiske regioner betragtes som forenelig med det indre marked, når den ikke ændrer samhandelsvilkårene på en måde, der strider mod den fælles interesse.
- (357) Der er tilsyneladende ikke nogen rammebestemmelser eller retningslinjer fra Kommissionen vedrørende kriterier for foreneligheden af statsstøtte, som kan anvendes.
- (358) Efter EKSF-traktatens udløb den 23. juli 2002 vedtog Kommissionen således forskellige retningslinjer eller meddelelser om fortsat forbud mod regionalstøtte til investeringer og støtte til redning og omstrukturering i stålindustrien.
- (359) I punkt 8 i retningslinjerne for statsstøtte med regionalt sigte for 2007-2013 ⁽⁵⁹⁾, den periode, hvor FSIH har ydet den omhandlede støtte, er regionalstøtte i stålindustrien udtrykkeligt udelukket af retningslinjernes anvendelsesområde, og det fastslås, at den er uforenelig med fællesmarkedet.
- (360) Det fastslås ligeledes i meddelelsen om støtte i stålindustrien ⁽⁶⁰⁾, der var gældende indtil den 31. december 2009, at støtte til redning og omstrukturering af kriseramte virksomheder i stålindustrien ikke er forenelig med fællesmarkedet. Det er kun tilladt at yde støtte under visse betingelser til dækning af ydelser til arbejdstagere i stålvirksomheder, der afskediges eller førtidspensioneres, og at yde støtte til virksomheder, der indstiller produktionen permanent. Formålet med støtten ydet af FSIH henhører ikke under de ovennævnte to støttekategorier. Støtten er tværtimod blevet anvendt til finansiering af investeringer.
- (361) Med hensyn til den eventuelle forenelighed af støtten til SIF i henhold til meddelelsen fra 2009 mener Kommissionen ikke, at denne meddelelse finder anvendelse på SIF. Punkt 4.4.2 i meddelelsen fra 2009 er således rettet mod virksomheder, der har svært ved at opnå finansiering på grund af markedssituationen i perioden december 2008-december 2010. Det fremgår imidlertid ikke af SIF's bemærkninger, at selskabet havde vanskeligheder af denne art. Kommissionen mener således ikke, at SIF opfyldte kriterierne for støtteberettigelse i meddelelsen fra 2009, og at støtten kan anses for at være forenelig med det indre marked.
- (362) Det bekræftes således i punkt 18 i Fællesskabets rammebestemmelser for statsstøtte til redning og omstrukturering af kriseramte virksomheder ⁽⁶¹⁾, der var gældende indtil den 30. juli 2014, at stålindustrien ikke er omfattet af bestemmelsernes anvendelsesområde.
- (363) På baggrund af ovenstående konkluderer Kommissionen, at de seks omhandlede støtteforanstaltninger ikke er forenelige med det indre marked.

9. TILBAGESØGNING AF STØTTE, SOM ER UFORENELIG MED DET INDRE MARKED

- (364) Hvis Kommissionen har fastslået, at en støtte er uforenelig med det indre marked, er den i henhold til TEUF og Domstolens faste retspraksis bemyndiget til at afgøre, at den pågældende medlemsstat skal ophæve eller ændre den ⁽⁶²⁾. Det er også Domstolens faste retspraksis, at formålet med en stats forpligtelse til at afskaffe en støtte, som ved en afgørelse truffet af Kommissionen er fundet uforenelig med det indre marked, er at genoprette den oprindelige situation ⁽⁶³⁾.

⁽⁵⁹⁾ EUT C 54 af 4.3.2006, s. 13.

⁽⁶⁰⁾ EFT C 70 af 19.3.2002, s. 21.

⁽⁶¹⁾ EUT C 244 af 1.10.2004, s. 2.

⁽⁶²⁾ Domstolens dom af 12. juli 1973 i sag C-70/72, Kommissionen mod Tyskland, ECLI:EU:C:1973:87, præmis 13.

⁽⁶³⁾ Domstolens dom af 14. september 1994 i sag C-278/92, C-279/92 og C-280/92, Spanien mod Kommissionen, ECLI:EU:C:1994:325, præmis 75.

- (365) I den sammenhæng har Domstolen fastslået, at dette mål er nået, når modtageren har tilbagebetalt de beløb, der er tildelt som ulovlig støtte, hvorved vedkommende mister den fordel, der var opnået på markedet i forhold til konkurrenterne, og situationen fra tiden før ydelsen af støtte genoprettes ⁽⁶⁴⁾.
- (366) Følgende fastslås i artikel 16, stk. 1, i Rådets forordning (EU) 2015/1589 ⁽⁶⁵⁾: »I negative beslutninger om ulovlig støtte bestemmer Kommissionen, at den pågældende medlemsstat skal træffe alle nødvendige foranstaltninger til at kræve støtten tilbagebetalt fra støttemodtageren«
- (367) Da de omhandlede foranstaltninger blev iværksat i strid med artikel 108 i TEUF og skal betragtes som ulovlig støtte, der er uforenelig med det indre marked, skal de således tilbagesøges for at genoprette markedssituationen fra tiden før ydelsen af støtten.
- (368) I denne sag er støtten blevet ydet til følgende virksomheder: DII (foranstaltning 1), [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt] (foranstaltning 2), DSIH (foranstaltning 3), [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] — omdøbt til [...] — (foranstaltning 4), SIF (foranstaltning 5) og DLP (foranstaltning 6), alle Duferco-koncernens datterselskaber i forskellige lande. Disse selskaber eller deres eventuelle retssuccessorer er forpligtet til at tilbagebetale støtte, der er modtaget uretmæssigt.
- (369) Tilbagebetalingen skal desuden omfatte den periode, hvori der blev tildelt modtagerne en fordel, dvs. fra tidspunktet for støttens tilrådighedsstillelse for modtageren og indtil den faktiske tilbagebetaling, under hensyntagen til kriterierne for definition af den økonomiske fordel og beregningsprincipperne i afsnit 7.1.4.1-7.1.4.5. Som led i opfyldelsen af Belgiens forpligtelse til loyalt samarbejde i forbindelse med tilbagesøgningen skal støtten til [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] — omdøbt til [...] — og til SIF navnlig fastsættes mere præcist under tilbagesøgningen på grundlag af oplysninger tilvejebragt af Belgien, herunder især for støtte i form af lån, under hensyntagen til de faktiske datoer for betalinger eller tilbagebetalinger samt til enhver anden relevant omstændighed, som Belgien gør gældende. De beløb, der skal tilbagebetales, omfatter under alle omstændigheder de skyldige renter, indtil disse faktisk er betalt.

10. KONKLUSION

- (370) Kommissionen fastslår, at Belgien ulovligt har iværksat de omhandlede støtteforanstaltninger i strid med artikel 108, stk. 3, i TEUF. Kommissionen finder, at alle de omhandlede foranstaltninger udgør statsstøtte, der er uforenelig med det indre marked —

VEDTAGET DENNE AFGØRELSE:

Artikel 1

Følgende foranstaltninger, som Belgien ulovligt har iværksat i strid med artikel 108, stk. 3, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, udgør statsstøtte, der er uforenelig med det indre marked:

- a) salg af aktier i Duferco US Investment Corporation til Duferco Industrial Investment for 11 581 700 EUR
- b) salg af aktier i Duferco Participations Holding Limited til [det selskab, som kontrollerede DPH på daværende tidspunkt] for 20 362 464 EUR
- c) erhvervelse af aktier i Duferco Salvage Investments Holding til fordel for selskabet for [65-72 mio.] EUR
- d) lån til [det selskab, der kontrollerede Duferco-koncernen på daværende tidspunkt] på 2 082 723 EUR i princippet, for så vidt som den anvendte rentesats på lånet er lavere end 3,502 %
- e) lån til Steel Invest & Finance på 10 413 639 EUR i princippet, for så vidt som den anvendte rentesats på lånet er lavere end 4,302 %
- f) erhvervelse af aktier i Duferco Long Products til fordel for selskabet for 100 000 000 mio. EUR.

⁽⁶⁴⁾ Domstolens dom af 17. juni 1999 i sag C-75/97, Belgien mod Kommissionen, ECLI:EU:C:1999:311, præmis 64 og 65.

⁽⁶⁵⁾ Rådets forordning (EU) 2015/1589 af 13. juli 2015 om fastlæggelse af regler for anvendelsen af artikel 108 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (EUTL 248 af 24.9.2015, s. 9).

Artikel 2

1. Belgien skal tilbagesøge den i artikel 1 omhandlede uforenelige støtte fra de direkte støttemodtagere eller deres retssuccessorer.
2. Den støtte, der skal tilbagesøges, pålægges renter fra det tidspunkt, hvor den blev udbetalt til støttemodtageren, og indtil den er blevet tilbagebetalt.
3. Beløbet beregnes med renters rente i overensstemmelse med kapitel V i Kommissionens forordning (EF) nr. 794/2004 ⁽⁶⁶⁾.

Artikel 3

1. Tilbagesøgning af den i artikel 1 omhandlede støtte iværksættes omgående og effektivt.
2. Belgien efterkommer denne afgørelse senest fire måneder efter meddelelsen heraf.

Artikel 4

1. Belgien forelægger senest to måneder efter meddelelsen af denne afgørelse Kommissionen følgende oplysninger:
 - a) det samlede beløb (hovedstol og renter), som hver enkelt støttemodtager skal tilbagebetale
 - b) en detaljeret beskrivelse af de foranstaltninger, der allerede er truffet eller er planlagt for at efterkomme afgørelsen
 - c) dokumentation for, at støttemodtagerne har fået påbud om at tilbagebetale støtten.
2. Belgien holder løbende Kommissionen orienteret om de nationale foranstaltninger, der træffes for at efterkomme denne afgørelse, indtil den i artikel 1 omhandlede støtte er fuldt tilbagebetalt. Belgien indsender på Kommissionens anmodning straks oplysninger om de foranstaltninger, der allerede er truffet eller er planlagt for at efterkomme afgørelsen. Belgien fremsender også detaljerede oplysninger om de støttebeløb og renter, som støttemodtagerne allerede har tilbagebetalt.

Artikel 5

Denne afgørelse er rettet til Kongeriget Belgien.

Udfærdiget i Bruxelles, den 20. januar 2016.

På Kommissionens vegne
Margrethe VESTAGER
Medlem af Kommissionen

⁽⁶⁶⁾ Kommissionens forordning (EF) nr. 794/2004 af 21. april 2004 om gennemførelse af Rådets forordning (EF) nr. 659/1999 om fastlæggelse af regler for anvendelsen af EF-traktatens artikel 93 (EUT L 140 af 30.4.2004, s. 1).