

II

(Незаконодателни актове)

РЕШЕНИЯ

РЕШЕНИЕ НА КОМИСИЯТА

от 8 май 2012 година

относно Държавна помощ SA.22668 (C 8/08 (ex NN 4/08))

(нотифицирано под номер C(2012) 3025)

(само текстът на испански език е автентичен)

(текст от значение за ЕИП)

(2013/126/ЕС)

ЕВРОПЕЙСКАТА КОМИСИЯ,

като взе предвид Договора за функционирането на Европейския съюз, и по-специално член 108, параграф 2 от него,

като взе предвид Споразумението за Европейското икономическо пространство, и по-специално член 62, параграф 1, първа алинея от него,

след като призова заинтересованите страни да предоставят коментарите си съгласно горепосочените разпоредби⁽¹⁾ и като взе предвид тези коментари,

като има предвид, че:

I. ПРОЦЕДУРА

- (1) На 22 февруари 2007 г. Комисията получи от жалбоподателя А⁽²⁾ жалба във връзка с държавна помощ, за която се твърди, че е предоставена от регион Валенсия на филмови студия Ciudad de la Luz. На 15 март 2007 г. жалбоподателят А потвърди, че неговата жалба може да бъде препратена до испанските органи.
- (2) На 10 април 2007 г. Комисията препрати цялата жалба до испанските органи, с искане за информация относно помощта, за която се твърди, че е предоставена. Преди това Комисията никога не е била уведомявана за мерки за подпомагане на филмова дейност във Валенсия чрез одобряване на държавна помощ.
- (3) След като на 18 април 2007 г. поискаха удължаване на крайния срок (разрешение за което е дадено на 24 април), на 15 юни 2007 г. испанските органи отговориха на искането на Комисията за предоставяне на информация.
- (4) На 30 април 2007 г. жалбоподателят А предостави линкове към статии, публикувани във *Variety*, за които се твърди, че представят информация за производствени субсидии, предлагани за снимането на филми във Валенсия, и потвърждават, че Ciudad de la Luz привлича филмови продукции с висок бюджет⁽³⁾.
- (5) На 13 юли 2007 г. Комисията поиска допълнителна информация от испанските органи. След като на 18 юли 2007 г. поискаха удължаване на крайния срок (разрешение за което е дадено на 19 юли), на 8 октомври 2007 г. испанските органи отговориха на искането на Комисията за предоставяне на информация.
- (6) На 15 юли 2007 г. Комисията получи жалба от жалбоподател Б⁽⁴⁾. След като получи съгласието на жалбоподателя, на 2 август 2007 г. Комисията препрати жалбата на испанските органи.
- (7) С писмо от 13 февруари 2008 г. Комисията информира испанските органи, че е решила да открие във връзка с помощта процедурата, посочена в член 108, параграф 2 от Договора за функционирането на Европейския съюз. Испания отговори на това на 28 април 2008 г.
- (8) Решението на Комисията да открие процедура бе публикувано в *Официален вестник на Европейския съюз*⁽⁵⁾. Комисията покани заинтересованите страни да предоставят коментарите си за помощта.

⁽¹⁾ ОВ С 134, 31.5.2008 г., стр. 21.

⁽²⁾ Жалбоподателят А е голямо европейско филмово студио. Той е поискал неговото име да не бъде обявявано публично.

⁽³⁾ „Ново студио във Валенсия предлага отстъпки в цените за снимане на филми“ <http://www.variety.com/article/VR1117958591.html?categoryid=19&cs=1>; „Помпей“ на Полански започва да се оформя“ <http://www.variety.com/article/VR1117963040?refcatid=19&printerfriendly=true>

⁽⁴⁾ Жалбоподателят Б е голяма компания в европейската филмова индустрия. Той също е поискал неговото име да не бъде обявявано публично.

⁽⁵⁾ Вж. бележка под линия 1.

- (9) Комисията получи коментари от заинтересованите страни и ги изпрати на Испания на 3 октомври 2008 г. Коментарите на испанските органи бяха получени на 21 ноември 2008 г. и на 29 декември 2008 г.
- (10) След проведена на 11 февруари 2009 г. среща между Комисията и испанските органи, на 30 март 2009 г. Испания предостави допълнителна информация.
- (11) На 26 август 2009 г. Комисията изпрати допълнително искане за информация, на което испанските органи отговориха на 20 октомври 2009 г., предоставяйки допълнителна информация на 1 февруари 2010 г.
- (12) На 24 май 2011 г. Комисията изпрати допълнително искане до Испания, като я информира за назначаването на независим икономически консултант, Eсоgus. Испания отговори на 7 юни 2011 г. Комисията отговори на Испания на 22 юли 2011 г.
- (13) На 1 август 2011 г. Комисията изпрати до Испания последното си искане за информация, включително доклада на Eсоgus. На 3 октомври 2011 г. Испания предостави своите коментари по доклада на Eсоgus. На 11 април 2012 г. Испания предостави допълнителни данни за публичните инвестиции в Ciudad de la Luz SAU.
- II. ПОДРОБНО ОПИСАНИЕ**
- (14) Ciudad de la Luz е голям филмов студийен комплекс, разположен непосредствено до Аликанте (Валенсия). Първоначалното решение на регионалното правителство на Валенсия (*Generalitat Valenciana*) за инвестиране в проекта Ciudad de la Luz бе взето на 24 октомври 2000 г.
- (15) Дружеството Ciudad de la Luz SA е основано на 2 ноември 2000 г. Неговата цел е да провежда необходимите дейности за популяризиране, организиране и управление на обекта „Ciudad de la Luz“, включително строителството, управлението и експлоатацията на аудиовизуалните и кинематографски съоръжения, както и други свързани с тях развлекателни дейности и дейности по настаняване.
- (16) 75 % от първоначалния акционерен капитал от 600 000 евро на Ciudad de la Luz SA бе собственост на Parque Temático de Alicante SAU, които по-късно се превърнаха в Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (SPTCV). SPTCV е публична организация, която извършва инвестиционна дейност от името на регионалното правителство на Валенсия. Останалите 25 % принадлежиха на Producciones Aguamarga SL, частна компания, отговаряща за оставашите строителни дейности, за популяризирането на компанията Ciudad de la Luz и за управлението на нейните студия.
- (17) През ноември 2001 г. акционерният капитал бе увеличен до 9 милиона евро, като SPTCV купи всички допълнителни акции, с което нейният дял достигна 98,4 %. SPTCV увеличи допълнително своя дял през февруари 2003 г. и май 2004 г. чрез подобно купуване на нов акционерен капитал. През юли 2004 г. Producciones Aguamarga продаде на SPTCV своя 0,2 % дял от Ciudad de la Luz SA ⁽⁶⁾ (за 139 059 евро). От този момент нататък регионалното правителство на Валенсия стана собственик на 100 % от акционерния капитал на Ciudad de la Luz SAU чрез SPTCV. Оттогава насам Ciudad de la Luz SAU е публично предприятие, което е изцяло собственост на SPTCV и е подчинено на публичното право по отношение на тържните процедури и финансовия надзор. Въпреки това Producciones Aguamarga продължи да управлява Ciudad de la Luz.
- (18) Филмовият студийен комплекс бе открит за снимане на филми през август 2005 г. Строителството на този комплекс, предназначен да създаде условия за най-големи филмови продукции, започна през 2002 г. и бе разделено на три фази:
- Фаза 1 (завършена): 6 климатизирани звукозаписни сцени с обща площ 11 000 м², помощни производствени сгради, работилници/складове с площ 15 050 м² и външни зони за снимане на филми (back lots) с обща площ 14 хектара.
 - Фаза 2 (завършвана след откриването на официалното разследване): заведения за хранене, административна сграда, лаборатория за следнимачна обработка и трета външна зона за снимане на филми (back lot) от 5 хектара с водоем за снимки.
 - Фаза 2Б (работата не е започнала): голям и дълбок водоем с естествен хоризонт.
 - Фаза 3 (работата не е започнала) звукозаписна сцена от 5 000 м² (предвидена като най-голямата в света), още една външна зона за снимане на филми (back lot) и 4 телевизионни студия.
- (19) Студийният комплекс включва също така университет по аудиовизуално производство (кино, телевизия, радио, интернет), предлагаш магистърски степени, които обхващат всички аспекти на производството (артистични, технически маркетинг, комуникации). Първоначалните планове през 2000 г. включваха и други допълнителни инвестиции в разположени в непосредствена близост молове, хотели и спортен комплекс, които трябваше да
- ⁽⁶⁾ С прехвърлянето на капитала от 7 октомври 2004 г. Ciudad de la Luz SA се превърна в Ciudad de la Luz SAU, еднолично акционерно дружество (sociedad anónima unipersonal), целият акционерен капитал на което се притежава от SPTCV.

генерират положителни парични потоци за проекта, но към днешна дата все още не са разработени. Въпреки че необходимите терени бяха предоставени от регионалното правителство (Generalitat) през 2004 г. и през 2005 г. бяха обявени тръжни покани за даване на тези дейности на концесия, предложенията на кандидатите не бяха достатъчно привлекателни и допълнителните инвестиции не са направени.

- (20) По отношение на капацитета за високобюджетни филми, определени аспекти на съоръженията на „най-съвременно ниво“ в Ciudad de la Luz поставят компанията в доста подобра позиция от ограничения брой конкурентни големи филмови студия в Европа. Например, според първоначалните планове на Ciudad de la Luz, звукозаписната сцена от 5 000m² е трябвало да бъде най-голямата в света (⁷). Комисията отбелязва, че големите звукозаписни сцени представляват интерес само за големите филмови продукции.
- (21) До неотдавна студиото бе управлявано от компанията Aguamarga Gestión de Estudios SL, която изпълняваше функциите на посредник на филмовото студио срещу възнаграждение на базата на многогодишен договор за управление, сключен с акционера.

Публични инвестиции от SPTCV и бизнес планове на Ciudad de la Luz

- (22) През 1999—2000 г., преди започване на строителните работи, насоките за прединвестиционното проучване, обхвата и стратегията на проекта Ciudad de la Luz бяха анализирани от консултанти – трети страни в четири анализа, предоставени от Испания в хода на официалното разследване.
- (23) В тези проучвания са разгледани перспективите за нарастване на броя на филмовите продукции (⁸), направено е сравнение с други възможни места за изграждане на филмови студия (⁹) в регион Валенсия и е представен предварителен анализ (¹⁰) и бизнес план (¹¹) за филмов студиен комплекс. Те не бяха предоставени от испанските органи преди решението на Комисията за откриване на официално разследване за държавна

помощ във връзка с проекта. Данните в решението от 22 февруари 2008 г. за откриване на официално разследване са от проучване (от Consultia), проведено през 2002 г. според информацията, предоставена на Комисията от испанските органи. След вземането на решение за откриване на официално разследване, обаче, Испания впоследствие информира Комисията, че проучването е било проведено през 2004 г.

- (24) Заключенията на разработения от Arthur Andersen (¹²) бизнес план от 2000 г. бяха положителни, включително и перспективите за рентабилност в средносрочен до дългосрочен план. Положителните парични потоци на проекта за филмово студио бяха документирани за петгодишен период (2002—2006 г.) след завършване на строителството на сградите на студиото, на залата за конференции и на училището за филмови и телевизионни технологии.
- (25) Разходите за тези фази на строителство бяха оценени на 16,9 милиарда песети (101,7 милиона евро). Разходите за земя не бяха включени и бизнес планът показва, че очакваните разходи може да се варират с +/- 30 %. Не е направена оценка на разходите за следващите фази на изпълнение на проекта.
- (26) На базата на този бизнес план, между 2000 г. и 2004 г., SPTCV направи или се ангажира да направи инвестиции в Ciudad de la Luz в размер на 104 259 759 евро чрез увеличаване на акционерния капитал и на земята. Виж подробностите в съображение 53.
- (27) Тъй като строителството продължи две години повече от очакваното и графикът за инвестициите бе променен с цел значително увеличение, през 2004 г. Ciudad de la Luz/SPTCV възложи на Consultia (¹³) да направи ново проучване и бизнес план. Проучването на Consultia също стигна до положителни заключения за рентабилността на проекта, като бизнес планът за периода 2004—2014 г. показва положителна възвращаемост на инвестициите на SPTCV до 2014 г. и в дългосрочен план.
- (28) Притежаваният от Producciones Aguamarga SL дял в Ciudad de la Luz SA бе изкупен от SPTCV през юли 2004 г. за 139 059 евро. За разлика от SPTCV, след първоначалната инвестиция от 150 000 евро през ноември 2000 г. Producciones Aguamarga SL не е правил допълнителни инвестиции в Ciudad de la Luz SA. Така, към момента на придобиването му от SPTCV, притежаваният от Producciones Aguamarga SL дял от Ciudad de la Luz SA е намалял до 0,2 %. След тази сделка компанията е станала изцяло публична и се е превърнала в Ciudad de la Luz SAU.

(⁷) Източник: Статия в *Hollywood Reporter* „Нека да има светлина“ – 31 октомври 2006 г.: <http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371>

(⁸) Приложение I към отговора на Испания от 28 април 2008 г.: 'La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento' (*Estudios e Investigaciones Audiovisuales* – януари 1999 г.)

(⁹) Приложение IV към отговора на Испания от 28 април 2008 г.: 'Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana – Executive Summary' (*PriceWaterhouseCoopers* – 30 януари 2000 г.)

(¹⁰) Приложение II към отговора на Испания от 28 април 2008 г.: 'Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana – Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto' (Arthur Andersen – без посочена дата).

(¹¹) Приложение III към отговора на Испания от 28 април 2008 г.: 'Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana' (Arthur Andersen – без посочена дата).

(¹²) Вж. бележка под линия 10.

(¹³) Приложение VI към отговора на Испания от 28 април 2008 г.: 'Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004-2014' (Consultia IT – 7 май 2004 г.)

- (29) На базата на променения работен график и бизнес план, SPTCV, в качеството си на едноличен акционер, е отпуснал два съвместни заема – от 95 милиона евро през 2005 г. и 20 милиона евро през 2007 г. Предоставените от испанските органи през април 2012 г. счетоводни данни за Ciudad de la Luz SAU към 31 декември 2010 г. са показали, че между 2008 и 2010 г. SPTCV е инвестирал общо 45 829 840 евро в конвертируеми облигации. Тези счетоводни данни също така са показали, че за 2009 г. и 2010 г. за съвместните заеми от 2005 г. и 2009 г. на SPTCV са се дължали лихви в размер на 7 222 160 евро. Към 31 декември 2010 г. са се натрупали и неплатени лихви в размер на 1 814 187 евро по конвертируемите облигации. Следователно инвестираните от SPTCV публични средства в Ciudad de la Luz, включително дължимите лихви по предоставените заеми, са възлизали общо на 274 125 946 евро към края на 2010 г.
- Търговска стратегия и резултати от дейността на Ciudad de la Luz**
- (30) В бизнес плана от 2000 г. Ciudad de la Luz е имал за цел да се превърне в студийен комплекс с втори по големина капацитет в Европа (след Pinewood) и да привлече испански продукции (филмови, телевизионни и рекламни) плюс определените като цел шестнадесет чуждестранни (ЕС и САЩ) филмови продукции на година. Преработеният бизнес план от 2004 г. е предвиждал една от стратегическите цели на Ciudad de la Luz да бъде превръщането на големи филмови и телевизионни продукции в основни клиенти на компанията.
- (31) Бизнес планът за 2004 г. е считал за основни конкуренти на Ciudad de la Luz големите студия извън САЩ, особено тези с характеристики, които са подобни на тези на тези на Ciudad de la Luz, а именно Pinewood-Shepperton (Обединено кралство), Cinecitta (Италия), Barrandov (Чешка република), Babelsberg (Германия), Cinecite Montreal & Lions Gate (Канада) и Warner Roadshow & Fox (Австралия).
- (32) В първоначалния бизнес план от 2000 г. планираните тарифи за студийни услуги (например отдаване под наем на външни зони за снимане на филми (back lots), производствени помещения) са били предвидени на нива, прилагани от сравними студия в ЕС (напр. Shepperton и Elstree в Обединеното кралство, Babelsberg в Германия). Преработеният бизнес план от 2004 г. също така е представял един стратегически модел за ценообразуване, съобразен с тарифите, прилагани от студия с международна репутация, приблизително 15—20 % по-евтино от утвърдените лидери (САЩ и Pinewood в Обединеното кралство), но с 50 %—100 % по-скъпо от студията в ЕС (Barrandov в Чешката република и Babelsberg в Германия).
- (33) На практика националните и международни цели на бизнес стратегията на Ciudad de la Luz не са осъществени. От 33 филма, заснети в Ciudad de la Luz между 2005 г. и 2009 г., 28 са били испански продукции и само 5 са били съвместни продукции със страни от ЕС (Гърция, Франция). С изключение на отделни отличаващи се резултати, напр. големи европейски копродукции като *Астерикс на олимпийските игри* и реализираната неотдавна съвместна американско-испанска продукция, на практика филмите, заснети в Ciudad de la Luz след откриването му през август 2005 г., са предимно испански национални продукции.
- (34) Въпреки изложените в бизнес плана от 2004 г. перспективи, определящи 2010 г. като първата година на (умерено) положителни оперативни резултати, досега търговската дейност на Ciudad de la Luz е генерирала загуби. Към края на 2010 г. Ciudad de la Luz е натрупал загуби от общо 84 милиона евро, докато в бизнес плана от 2004 г. се е предвиждало да се натрупа печалба от 12 милиона евро към същата дата. В сравнение с горепосочените студия, досега Ciudad de la Luz не е успял на привлече планираното количество неиспански продукции, като резултатите са под очакваните дори и за испанския пазар. Оперативните загуби също са по-големи от очакваните.
- Основание за откриване на процедурата**
- (35) Разследването на Комисията бе предизвикано през 2007 г. от жалба на жалбоподател А, както и от последваща жалба от жалбоподател Б, като и двамата жалбоподатели са важни участници във филмовата индустрия в различни държави членки. В жалбите се твърди за незаконна държавна помощ при публичното финансиране на Ciudad de la Luz и особено в съществуващата в Ciudad de la Luz система за стимулиране на производството на определени филми.
- (36) Както бе отбелязано по-горе, когато през февруари 2008 г. Комисията откри процедурата по официално разследване, предоставеното от испанските органи единствено основание за инвестиционно решение беше бизнес планът на Consultia, за който се предполага, че е изготвен през 2002 г. След предварителната оценка Комисията остана със сериозни съмнения, че пазарен инвеститор би инвестирал при същите условия и в същия мащаб като регионалното правителство на Валенсия.
- (37) По отношение на евентуалната съвместимост на помощта, Комисията не разполагаше с информация, която да й позволи да провери дали са били спазени условията на насоките за регионални помощи, приложими за регион

Валенсия по това време (2000—2004 г.). Комисията освен това се съмнява, че може да се приложи възможността за изключение с културна цел, предвидена в член 107, параграф 3, буква г) от Договора за функционирането на Европейския съюз, тъй като Ciudad de la Luz не популяризира културата или опазването на наследството, използва се за всякакви видове аудиовизуални дейности, включително реклами, и се конкурира с други оператори за привличане на търговски продукции.

- (38) Комисията също така забеляза евентуална държавна помощ и в системата за стимулиране при снимането на филми в Ciudad de la Luz и определи съответните филмопроизводители като бенефициенти. Стимулите за производството на определени филми са насочени към определени дейности на определено място на базата на неизвестни критерии и по тази причина изглежда, че те не отговарят на правилата, определени в „Съобщение относно филмовата индустрия“ на Комисията.

III. КОМЕНТАРИ ОТ ЗАИНТЕРЕСОВАНИТЕ СТРАНИ

- (39) Комисията получи коментари от общо десет заинтересовани страни. Четири от тях участват в използването на филмови студия в държави членки различни от Испания (жалбоподател А, жалбоподател Б, Barrandov Studio и Mediterranean Film Studios Limited); четири участват във филмопроизводството в Испания (Federación de Asociaciones de Productores Audiovisuales Españoles – FAPAE, Associació de directors de cinema valencians, Empreses audiovisuals valencianes federades - EAVF, асоциация Productors audiovisuals valencians и Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana - SPTCV SAU); и една е национален орган за финансиране и политика в сектора на филмопроизводството (Film Council в Обединеното кралство).

Наблюдения на действащи филмови студия

- (40) В представените от него поверителни сведения от 25 юни 2008 г., жалбоподател Б изразява безпокойство във връзка с помощта, благодарение на която Ciudad de la Luz се е развивал и функционира в момента. Той твърди, че предприятиите от Комисията мерки при откриването на процедурата са важни за неговата компанията и за сектора.

- (41) В представените от него поверителни сведения от 30 юни 2008 г., жалбоподател А ограничава коментарите си по задълбоченото разследване до четири въпроса: i) разходите за финансиране на студията; ii) подходът при финансирането на новосъздадена компания; iii) окончателната

ликвидационна оценка и iv) другите стимули, предоставяни от Ciudad de la Luz. Според него, „за частния инвеститор дори и едно утвърдено и рентабилно филмово студио би представлявало обект на инвестиция с поне средно ниво на риск Това се дължи на факта, че въпреки наличието на активи в едно студио ..., с голяма вероятност неговият оперативен левъридж е голям, поради които е трудно да се прогнозира печалбата. Допълнителна несигурност внасят и фактори като цикличният характер на филмопроизводствената дейност.“

- (42) Според жалбоподател А, среднопретеглена цена на капитала (WACC) от около 15 % може да е подходяща за едно утвърдено филмово студио, въпреки че „възвръщаемостта, очаквана от частните капиталови инвеститори [на жалбоподател А] са били по-високи от посоченото ниво“. Едно стартиращо студио се разглежда от частния инвеститор като „предприятие, характеризиращо се със среден до висок риск и по тази причина се очаква значително по-висока възвращаемост на инвестицията (въпреки че се допуска определен период преди предприятието да стане рентабилно). При положение, че обикновено има ограничен (или никакъв) капацитет за стартиращите предприятия за привличане на капитал от конвенционалните източници, WACC за едно стартиращо предприятие обикновено се повишава вследствие на изискваната по-висока възвращаемост на собствения капитал и липсата на заеман капитал с ниска цена.“

- (43) По отношение на окончателната ликвидационна стойност на Ciudad de la Luz, посочена в решението за откриване на процедура, жалбоподател А счита, че тази стойност е нереалистична. Той също така твърди, че частният инвеститор счита за необичайно многократна и надвишаваща 12—15 % печалба преди лихви и данъци да е добра ориентируваща база за извършване на оценката.

- (44) Най-накрая, по отношение на стимулите, давани с цел привличане на филмови продукции, жалбоподател А твърди, че те изглежда ефективно са субсидирали разходите на филмопроизводителите, свързани с използването на квалифициран технически и помощен персонал, какъвто се твърди, че липсва в регион Валенсия. Жалбоподател А счита, че стимулите имат сериозен неблагоприятен ефект върху конкуренцията, тъй като студията биха били затруднени да привлекат филмови продукции без такива стимули.

- (45) В първоначално представените сведения от 25 юни 2008 г. Barrandov Studio подчертава, че помощта, за която се твърди, че е предоставяна, нарушава съответния

пазар и поставя в неизгодна позиция останалите конкуренти, и моли за още време за представяне на допълнителни коментари, вземайки предвид сложността на казуса. Тези коментари са получени от Комисията на 15 септември 2008 г. Barrandov Studio подкрепя изцяло жалбата на жалбоподател А и подчертава, че размерът и броят на звукозаписните сцени показва, че Ciudad de la Luz цели високобюджетните американски филми, а не испанските филми. Липсата на достатъчно филмови професионалисти и инфраструктура в Аликанте в сравнение с Мадрид или Барселона показва, че изборът на място не е логичен. По отношение на стратегията, един инвеститор във филмово студио би разделил клиентите си на две групи – местни клиенти, осигуряващи стабилни приходи и чуждестранни клиенти за предимно големи продукции. Ciudad de la Luz възприема обратната стратегия, на базата на студийни услуги при изключително ниски цени, които не са съобразени с разходите за създаване на студиото. Освен това, вземайки предвид несигурността вследствие на трудното прогнозиране на приходите в този сектор в период над 3—5 години, един частен инвеститор би изисквал по-бърза възвръщаемост. Според Barrandov това твърдение се потвърждава от поверителен бизнес план, илюстриращ последните му инвестиции в нови студия, който е изготвен на базата на предположение, че нетна печалба ще започне да се генерира още от втората година на експлоатация на студиото, а периодът на изплащане е под 8 години. Barrandov не вижда и никакво основателно обяснение за размера на печалбата (341 милиона евро), очаквана от испанските органи към 2014 г.

- (46) В представените сведения от 27 юни 2008 г., Mediterranean Film Studios Limited ограничава коментарите си до водоемите, за които Ciudad de la Luz е съобщил. Mediterranean Film Studios Limited твърди, че нейните водоеми са уникални за Европа и може да се сравняват само с тези на Fox в Долна Калифорния (Мексико). Вземайки предвид ниската заетост на водоемите на компанията, тя твърди, че според нея и според общото становище на участниците в сектора в средиземноморския регион и в Европа вече има достатъчен капацитет от водоеми за снимане на филми.

Наблюдения на участници във филмовия сектор на Испания

- (47) В своите коментари от 30 юни 2008 г. Federacion de asociaciones de productores audiovisuales espanoles (FAPAE) счита, че Ciudad de la Luz е внесъл по-голяма конкуренция на пазара на технически средства за големи продукции и че жалбоподателите просто желаят да задържат своите пазарни позиции и да не допуснат появата на конкуренти, които предлагат надеждно алтернативно обслужване, а по отношение на цената са алтернатива на техните студия, които доминират на европейския пазар. FAPAE също така твърди, че студия като Barrandov, Cinecittà, Babelsberg и Mafilms са изградили своята пазарна позиция и репутация чрез публично

подпомагане в различни форми, включително публично участие в акционерния капитал. По-общо, FAPAE подчертава, че поддържането на културно разнообразие е основание за силна публична намеса в този сектор. По-специално се твърди, че Ciudad de la Luz осигурява за испанското филмопроизводство съвременни услуги на високо ниво в Испания, вместо в други чужди страни и при по-високи цени. Срещу твърдението, че Ciudad de la Luz цели привличането на суперпродукции, FAPAE излага твърдението, че Ciudad de la Luz помага значително на нискобюджетните испански продукции и се фокусира върху националната и местна култура, с което допринася за културните цели, изложени в бившия член 87, параграф 3, буква г) (сегашен член 107 параграф 3, буква г). Наблюденията на Preses audiovisuales valencianes federades (EAVf) от 21 май 2008 г. и на Productors audiovisuals valencians от 16 май 2008 г. в голяма степен отразяват, понякога дословно, коментарите на FAPAE.

- (48) В своите коментари от 5 юни 2008 г. Associació de directors de cinema valencians подчертава, че господството на американската филмова индустрия маргинализира европейските продукции чрез различни практики, за които твърди, че са злоупотреба. Според асоциацията са необходими коригиращи мерки, за да може културното творчество в Европа да се конкурира при равни условия. Асоциацията твърди, че публичната намеса в Ciudad de la Luz е напълно целесъобразна в това отношение, в полза на филмовото производство в Европа, Испания и Валенсия, и с оглед на запазването на тяхната културна идентичност.

- (49) Наблюденията на Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (100-процентовият собственик на Ciudad de la Luz SAU, самият той притежаван от Comunidad Valenciana) от 23 юни 2008 г. в общи линии повтарят същите аргументи за подпомагането и се осланят на приведените от Испания доказателства. Ето и някои от аспектите, на които е специално наблегнато в неговите наблюдения. На първо място, фактът, че частен инвеститор частично е финансирал проекта при стартирането му през 2000 г. на базата на наличните проучвания показва, че инвестицията на публичните органи е следвала логиката на частния инвеститор. И двете проучвания (от 2000 г. и 2004 г.) стигат безусловно до заключението, че проектът е рентабилен. На второ място, стимулите, предлагани на определени филми, са търговско обосновани за една нова компания и са давани като „договор за спонсорство“ срещу рекламни дейности, които генерират възвръщаемост в полза на репутацията на студията и същевременно предизвикват рекламни разходи за страните, получаващи такива стимули. Проведено във връзка с това проучване оценява икономическата възвръщаемост на договорите за спонсорство за Ciudad de la Luz на [...] (*) милиона евро.

(*) Данните, които са поверителни, са посочени в текста на решението с [...].

Наблюдения на национални органи за финансиране на филмопроизводството

(50) Film Council в Обединеното кралство твърди в своето писмо от 25 юни 2008 г., че има основание за решението за откриване на официална процедура по разследване.

бизнес план е проучване, проведено през 2004 г., а не през 2002 г., както испанските органи са информирали Комисията първоначално.

(52) Към момента на проучването от 2004 г. в проекта вече са били инвестирани над 90 милиона евро. Следователно испанските органи твърдят, че са взети две решения за инвестиране: едно през 2000 г. за първата фаза на проекта, и едно през 2004 г. за планираното разширение.

IV. КОМЕНТАРИ ОТ ИСПАНИЯ

(51) След откриване на официално разследване испанските органи разкриха, че първоначалното решение за инвестиране е базирано на бизнес план, изготвен през 2000 г., а не на този, който са представили преди това. Този

(53) Времевият график за инвестиране в Ciudad de la Luz, след последните промени, направени от испанските органи през април 2012 г., е следният:

Дата	Описание	Публична инвестиция (в EUR)
24.10.2000 г.	Регион Валенсия решава да създаде Ciudad de la Luz	—
2.11.2000 г.	Създаден е Ciudad de la Luz SA (75 % собственост на Parque Temático de Alicante SAU, 25 % собственост на Producciones Aguamarga SL)	450 000 [75 % от 600 000]
21.11.2001 г.	Parque Temático de Alicante SAU инвестира едностранно за увеличаване с 9 милиона евро на капитала в Ciudad de la Luz SA (с което увеличава своя дял до 98,4 %)	9 000 000
6.2.2003 г.	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (!) инвестира едностранно за увеличаване с 30 милиона евро на капитала в Ciudad de la Luz SA (с което увеличава своя дял до 99,6 %)	30 000 000
4.5.2004 г.	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU инвестира едностранно за увеличаване с 54 870 660 евро на капитала в Ciudad de la Luz SA (с което увеличава своя дял в Ciudad de la Luz SA до 99,8 %)	54 870 660
23.7.2004 г.	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU придобива дела от 0,2 % от Ciudad de la Luz SA, притежаван от Producciones Aguamarga SL (с номинална стойност 150 000 евро) срещу 139 059 евро (с което увеличава своя дял в Ciudad de la Luz SA до 100 %)	139 059
9.3.2005 г.	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU прехвърля на Ciudad de la Luz SA земята, върху която са построени студията, с което увеличава своя собствен капитал с 9 800 040 евро (въпреки че земята е оценена на 1 030 856 евро в счетоводните документи на Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU). Преди тази дата, проектът вече е получил разрешение от правителство на Валенсия за строеж на студията върху този терен.	9 800 040
лято на 2005 г.	Ciudad de la Luz SA започва да функционира като филмово студио	—
28.4.2005 г.	Съвместен заем от 95 милиона евро	95 000 000
26.12.2007 г.	Съвместен заем от 20 милиона евро	20 000 000
30.6.2008 г.	Издаване на конвертируеми облигации с опция за превръщане на заема в акции преди 31 декември 2008 г.	10 000 000

Дата	Описание	Публична инвестиция (в EUR)
2.1.2009 г.	Издаване на конвертируеми облигации с опция за превръщане на заема в акции преди 30 юни 2009 г.	10 000 000
17.3.2009 г.	Разрешение за издаване на конвертируеми облигации до 30 милиона евро с опция за превръщане на заема в акции преди 30 декември 2009 г.	25 829 840
31.12.2010 г.	Неплатени лихви за 2009 г. и 2010 г. по съвместни заеми	7 222 160
31.12.2010 г.	Неплатени лихви за 2009 г. и 2010 г. по неконвертираните заеми	1 814 187
	Общо	274 125 946

(¹) Компанията е известна преди това като Sociedad Parque Temático de Alicante, SAU.

- (54) Със своите отговори испанските органи се опитваха преди всичко да покажат, че инвестицията не е държавна помощ, тъй като пазарен инвеститор би инвестирал в проекта при същите условия (прилагайки принципа за инвеститора в условията на пазарна икономика). В подкрепа на това те представиха доклади от икономическия консултант LECG.
- (55) Дори и ако Комисията бе счела поне част от инвестициите за държавна помощ, Испания твърди, че всички заснети в Ciudad de la Luz филми филмари отговорят на културните критерии за насърчаване на филмопроизводството във Валенсия, одобрени от Комисията през април 2008 г., декември 2008 г. и юли 2009 г. (¹⁴) Според Испания, изключението с културна цел, посочено в член 107, параграф 3, буква г) от Договора за функционирането на Европейския съюз, може да се приложи по отношение на инвестиционни помощи във възходяща и низходяща посока при производството на филми.
- (56) Испания също така отбелязва, че всякакви помощи, съдържащи се в публичното финансиране на Ciudad de la Luz и в стимулите, предлагани за филмите, трябва да се разглеждат в перспективата на нарушаващото въздействие на националните схеми за подкрепа на филмопроизводството, които са одобрени от Комисията в други държави членки и привличат големите филмови продукции към конкурентите на Ciudad de la Luz (¹⁵).
- (57) Освен това Испания поддържа твърдението, че приложимите по това време (1998 г.) насоки за регионални помощи биха позволили интензитетът на помощта за инвестиционния проект да е 36 %. Биха били спазени и допълнителните условия, въведени по късно в мултисекторната рамка от 2002 г. за големи инвестиционни проекти с пазарен дял под 25 % и 5 % увеличаване на капацитета на пазара.
- (58) Испания представи втори доклад на LECG, критикуващ анализа на бизнес плана от 2004 г., извършен от службите на Комисията. LECG критикува анализа, извършен от службите на Комисията и представя други стойности на данните и рисковите фактори, както и ретроспективни оценки на земята, върху която е построен Ciudad de la Luz.
- (59) Втори икономически анализ, извършен от службите на Комисията, проучи бизнес плана от 2000 г. и представените от Испания ретроспективни оценки на земята. Освен това, по искане на Комисията независим консултант направи независима икономическа оценка на базата на принципа за инвеститора в условията на пазарна икономика. Независимият доклад бе изпратен на испанските органи на 30 септември 2011 г.
- (60) Испанските органи повториха своето мнение, представено в наблюденията към решението за откриване на процедура, че перспективите за рентабилност на Ciudad de la Luz трябва да се оценяват спрямо основните филмовите студия в ЕС, които са конкуренти на компанията (напр. Babelsberg, Pinewood), а не спрямо диверсифицираните аудиовизуални конгломерати в САЩ (Time Warner, Disney) (¹⁶), както е направил Ecorys (¹⁷). Испанските органи твърдят, че това сравнение трябва да е
- (¹⁴) Решения за държавна помощ N379/07 (2.4.2008 г.), N309/08 (15.12.2008 г.) и N108/09 (30.7.2009 г.)
- (¹⁵) Националната субсидия може да достигне 24 % от производствените разходи в Обединеното кралство и 20 % в Германия. Сървнованието между националните схемите за подпомагане на филмопроизводството чрез субсидии с цел привличане на инвестиции от големи филмови продукции е разглеждано от Комисията в прегледа на „Съобщение относно филмовата индустрия“.
- (¹⁶) Икономическият консултант Ecorys направи независимо проучване на този казус. Виж подробностите в раздел V.
- (¹⁷) Оценката на Ecorys обаче се базира и на европейските студия Babelsberg, включени в група заедно с другите световни компании.

базирано на информация, която е била публично достояние (напр. Bloomberg) по времето, когато е взето инвестиционно решение (т.е. 2000 г. и 2004 г., а не 2008 г.). На последно място, те също така твърдят, че редица недоразумения и технически пропуски правят невалидни заключенията в проучването, направено от Ecogys⁽¹⁸⁾. Испанските органи твърдят, че ако те бъдат коригирани и ако се направи подходящо сравнение спрямо конкурентите, перспективите за рентабилност на инвестиционното решение на базата на наличните по това време доказателства биха отговорили на изискванията на теста MEIP (принципа за инвеститор в условията на пазарна икономика).

V. ОЦЕНКА НА ПОМОЩТА

- (61) Съгласно член 107, параграф 1 от Договора за функционирането на Европейския съюз, „всяка помощ, предоставена от държава членка или чрез ресурси на държава членка, под каквато и да било форма, която нарушава или заплашва да наруши конкуренцията чрез поставяне в по-благоприятно положение на определени предприятия или производството на някои стоки, доколкото засяга търговията между държавите членки, е несъвместима с вътрешния пазар“. Следва, че за да бъде мярката квалифицирана като държавна помощ, трябва да са изпълнени следните кумулативни условия: 1) мярката трябва да е от ресурси на държавата; 2) тя трябва да дава икономическо предимство на предприятията; 3) предимството трябва да е избиращо и да нарушава или заплашва да наруши конкуренцията; 4) мярката трябва да влияе на вътрешнообщностната търговия.

Икономическо предимство

- (62) Както е посочено по-горе, испанските органи твърдят, че мярката не представлява държавна помощ, тъй като отговаря на принципа за инвеститор в условията на пазарна икономика (теста „MEIP“). Тестът определя дали един пазарен инвеститор би инвестирал в проекта при същите условия като публичния инвеститор по времето на вземане на решение за публична инвестиция. В това отношение има значение фактът, че първоначално е имало частен инвеститор в проекта⁽¹⁹⁾ и че испанските органи са възложили няколко проучвания, които са стигнали до заключението, че проектът ще генерира положителен паричен поток (вж. съображение 22).
- (63) Както бе посочено в съображение 17, в случая с Ciudad de la Luz първоначално 25 % от проекта са били собственост на частен инвеститор (компанията – управител) (т.е. 150 000 евро от първоначалния акционерен капитал от 600 000 евро). Този частен инвеститор,

обаче, се е оттеглил преди да направи допълнително финансиране (той е изкупен от SPTCV през 2004 г.). След това в проекта не са правени инвестиции от частни инвеститори.

- (64) Фактът, че единственият в случая частен инвеститор е вложил само незначителна сума и се е оттеглил в момента, когато е трябвало да се направи основният обем инвестиции, може да се счита за *prima facie* доказателство, че частен инвеститор не би се заел с такъв проект при съществуващите към този момент условия. Освен това ситуацията на този частен инвеститор е била много специфична (и следователно не отговаря на условията за пазарен инвеститор съгласно съдебната практика), тъй като той също така е отговарял за започването на проекта, за надзора на строителните работи и за управлението и популяризирането на студията срещу възнаграждение за управление. Това означава, че първоначалната инвестиция, разглеждана отделно, може да е била базирана на причини, различни от рентабилността.
- (65) При липсата на частни акционери регионалните органи базират своето инвестиционно решение на резултатите от консултантски проучвания. Самото съществуване на такива проучвания, обаче, не е достатъчно, за да се отговори на изискванията на теста MEIP. Преди да отдели средства в количествата, инвестирани в Ciudad de la Luz, от частния инвеститор се очаква да проучи основно бизнес плана и предположенията, на които са базирани анализите. Частният инвеститор ще трябва сам да прецени дали в конкретния случай са целесъобразни специфичните предположения, използвани за обосноваване на бизнес плана. Освен това може да се очаква, че частният инвеститор ще сравни очакваната възвръщаемост на проекта Ciudad de la Luz с очакваната възвръщаемост на алтернативни проекти. По това време такъв анализ не е правен. Освен това, дори не е било възможно да се извърши такова сравнение на базата на направената в тези проучвания оценка на положителните парични потоци.
- (66) В контекста на разследването за държавна помощ, според съдебната практика Комисията трябва да направи своя собствена оценка на фактите⁽²⁰⁾. По тази причина е необходимо да се прецени валидността на докладите, изготвени по време на сделката.
- (67) С оглед на докладите, предоставени от испанските органи след решението за откриване на процедура, изглежда, че е

⁽¹⁸⁾ Проучване на прилагането на принципа за инвеститор в условията на пазарна икономика по отношение на публичната инвестиция в Ciudad de la Luz – Окончателен доклад (Ecogys – 19 юли 2011 г.)

⁽¹⁹⁾ Например, в *Citynet Amsterdam* Комисията счете, че MEIP е изпълнен, тъй като публичният инвеститор е инвестирал при условия, които са сравними с тези за частния инвеститор в проекта. Решение от 11 декември 2007 г., С 53/2006.

⁽²⁰⁾ Във *Valmont*, CFI счита, че Комисията не би трябвало да се доверява само на съществуването на независима експертна оценка, за да установи дали продажбата на земя е свързана с предоставянето на държавна помощ. CFI изисква от Комисията да провери също така и нейната доказателна стойност, нещо, което по-късно CFI се опита сама да направи (дело T-274-01). В *Хамса* (дело C-316/02) и *Лайпциг* (дело C-525/04), Съдът на Европейския съюз призна, че Комисията има свобода на преценка по икономическите въпроси, но че тя „трябва да установи дали доказателствата, на които се позовава, са фактически точни, надеждни и непротиворечиви ...“.

имало две различни инвестиционни решения по проекта. Първото е от 2000 г. и се основава на изготвения от Arthur Andersen бизнес план от 2000 г. (обхващащ инвестициите в периода 2002—2006 г.). През 2004 г., вероятно с цел да се провери дали е целесъобразно извършването на допълнителни инвестиции по проекта, е било възложено на Consultia да изготви доклад (обхващащ действителните инвестиции в периода 2002—2004 г. и прогнозираните инвестиции в периода 2004—2014 г.). Следователно би трябвало да се направи MEIP оценка и за двете инвестиционни решения.

- (68) Комисията е преценила дали хипотетичен частен инвеститор би инвестирал в проекта по създаване на компанията Ciudad de la Luz. Съгласно принципа за инвеститора в условията на пазарна икономика, направената инвестиция се счита за държавна помощ, ако очакваните от държавата приходи са по-малки от това, което би желал един частен инвеститор при условията на конкретния проект.
- (69) За да финансират един проект, инвеститорите трябва да инвестират определен капитал. Този капитал има цена – цена на капитала. Обикновено има две големи групи от източници на капитал: собствен капитал и (финансов) заеман капитал. Общата цена на капитала е среднопретеглената цена на капитала (WACC), определена на базата на относителния дял на собствения капитал и относителния дял на заемния капитал. Цената на заемния капитал и цената на собствения капитал са очаквани цени, а не исторически цени. В конкретния случай на Ciudad de la Luz, бизнес планът предвижда финансиране на проекта изцяло със собствен капитал. Следователно общата цена на капитала е цената на собствения капитал.
- (70) Един частен инвеститор в собствен капитал би желал да инвестира в Ciudad de la Luz, ако очакваната вътрешна норма на възвръщаемост⁽²¹⁾ е по-висока или равна на алтернативната цена на капитала⁽²²⁾ (т.е., възвръщаемостта, която би могъл да получи от друг подобен проект).
- (71) Комисията е калибрирала модела за оценка на капиталовите активи, за да получи цената на собствения капитал. Цената на собствения капитал отразява алтернативната цена на инвестициите за акционери в компании или проекти със същия (или подобен) финансов риск, като разглеждания в конкретния случай. Съгласно

модела за оценка на капиталовите активи (CAPM), цената на собствения капитал K_e трябва да се оцени по следната формула:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

където: R_f е безрисковият лихвен процент, $(R_m - R_f)$ е пазарната рискова премия, а β е „бета“ – мярка за систематичния (недиверсифицируемия) риск, свързан с акционерния дял в Ciudad de la Luz, отразяваща както бизнес риска, така и финансовия риск.

- (72) За безрисковия лихвен процент R_f , пазарната практика⁽²³⁾ предлага да се вземе лихвеният процент на дългосрочните (обикновено 10-годишни) държавни облигации в страната, където се извършва дейността (те се считат за най-нискорисковите инвестиции). Средната годишна възвръщаемост за 10-годишни държавни ценни книжа в Испания е била 4,1 % през 2004 г.⁽²⁴⁾ За пазарната рискова премия трябва да се вземе историческата пазарна рискова премия за един разумно дълъг период от време. Общоприета пазарна практика е да се взема разликата между историческата възвръщаемост на индекса на диверсифицирания собствен капитал в страната, където се извършва дейността, и безрисковия лихвен процент. Според Fernández (2004)⁽²⁵⁾, историческата пазарна рискова премия за държавни облигации в Испания (през периода 1991—2003 г.) е бил в интервала 6,8 %—9,3 %. Комисията приложи консервативен подход при оценка на пазарната рискова премия и взе долната граница на този интервал, а именно 6,8 %. Следващата и най-нова публикация на същия автор⁽²⁶⁾ потвърждава валидността на избраната стойност, тъй като за периода 2000—2004 г. дава данни за необходимата премия за собствения капитал в интервала 6—7 %.
- (73) За оценката на бета, Комисията е използвала публично достъпната информация за компаниите, определени от испанските органи като преки конкуренти на Ciudad de la Luz, а именно Carrere Group⁽²⁷⁾ и Babelsberg. Тези данни са докладвани от финансови анализатори, извършили задълбочен анализ на двете компании. Средната стойност на тези две „бети“, коригирана според финансовия рисков профил на Ciudad de la Luz, е около 1,5. Това е един консервативен подход, тъй като с голяма

⁽²¹⁾ По дефиниция, вътрешната норма на възвръщаемост съответства на дисконтовия процент, при който нетната настояща стойност на инвестицията става равна на нула.

⁽²²⁾ Brealey and Myers, 2000, Principles of Corporate Finance, Sixth Edition (глава 5, стр. 100)

⁽²³⁾ Виж напр. Brealey and Myers, 2000, Principles of Corporate Finance, Sixth Edition (глава 8)

⁽²⁴⁾ <http://www.tradingeconomics.com/spain/government-bond-yield>

⁽²⁵⁾ Pablo Fernández 2004, „Пазарна рискова премия: необходима, историческа и очаквана“, Работен доклад за IESE Business School

⁽²⁶⁾ Pablo Fernández (2009): „Премията за собствения капитал в 150 учебника“, Работен доклад за IESE Business School

⁽²⁷⁾ http://www.carreregroup.com/fr/documents/financials/Etude_Financiere_13062001.pdf

вероятност се очаква инвестицията в Ciudad de la Luz да е свързана с по-високо ниво на идиосинкротичен риск в сравнение с другите две утвърдени студии. Ciudad de la Luz е инвестиция на зелено в район, в който няма нито испански, нито международни филмопроизводители. С други думи, „бета“ на Ciudad de la Luz вероятно има по-висока стойност от тази на конкурентите на компанията.

(74) Прилагайки горната формула (вж. съображение 71), Комисията е получила, че очакваната цена на собствения капитал трябва да е приблизително 14,9 %.

(75) На базата на сравнение, както е разгледано в приложение I, Испания посочва, че моделът за оценка на капиталовите активи (CAPM) би показал, че частен инвеститор „би изисквал“ рискова премия, а не възвръщаемост, в размер на 3,75 % през 2000 г. и 2,07 % през 2004 г. Това изчисление се базира на $\beta = 0,395$. Стойност 1 на бета съответства на портфейл от всички дялове, т.е. „средна стойност“ за акционерните дялове. Следователно стойност на бета доста под 1 би означавала, че инвестицията е с доста нисък риск. Испания не е привела аргументи в подкрепа на това допускане и не е посочила надеждни и подлежащи на проверка данни.

(76) Както е посочено по-горе (вж. съображение 70), частен инвеститор би инвестирал в един проект само ако вътрешната норма на възвръщаемост е по-голяма от алтернативната цена на капитала. Комисията отбелязва, че бизнес планът от 2000 г. представя подробна оценка само за първоначалните фази на проекта. Анализът на Комисията (вж. приложение II) показва отрицателна нетна настояща стойност, на базата на бизнес плана от 2000 г. и вземайки предвид паричните потоци, представени в бизнес плана като номинални стойности. На тази база, един частен инвеститор не би инвестирал в проекта.

(77) При определяне на вътрешната норма на възвръщаемост Комисията отново прилага консервативен подход, като не поставя под съмнение предположенията в бизнес плана, по-специално прогнозираната съвкупност от парични потоци за предложения проект. Трябва обаче да се отбележи, че паричните потоци, прогнозирани в бизнес плана от 2004 г., изглеждат неоснователно оптимистични, особено като се вземат предвид загубите, понесени от компанията в периода 2002—2004 г. (28). Следователно, на базата на информацията, с която е разполагала Комисията, може да се приеме, че очакваните парични потоци, представени в бизнес плана от 2004 г., представляват

горната граница на вероятностния интервал (29). Съвкупността от парични потоци определя очакваната възвръщаемост. Освен това Комисията използва номиналната стойност на очакваната възвръщаемост за Ciudad de la Luz. Разходите за привличане на капитала обаче са калибрирани. Така би постъпил всеки разумен частен инвеститор.

(78) На базата на предложения от Ciudad de la Luz бизнес план от 2004 г., вътрешната норма на възвръщаемост на проекта е 5,74 % (вж. приложение I). Един частен инвеститор в Ciudad de la Luz, при алтернативна цена на капитала от поне 14 % (както е изчислено по-горе, вж. съображение (73)), не би направил тази инвестиция в проекта, тъй като нейната вътрешна норма на възвръщаемост е по-малка от алтернативната цена на капитала.

(79) Освен това Комисията изчисли нетната настояща стойност (NPV) на инвестицията в Ciudad de la Luz, за да установи количествено доколко проектът би имал стойност за частния инвеститор. Целта на всяко инвестиционно решение е да се намерят реални активи, чиято стойност е по-висока от тяхната цена, с други думи, инвестиции с очаквана възвръщаемост над алтернативната цена на капитала. Ако това условие не е изпълнено, както е в случая с Ciudad de la Luz, стойността на проекта е отрицателна и следователно един разумен частен инвеститор не би счел инвестицията за жизнеспособна. NPV на всеки проект представлява количествена оценка за това доколко си заслужава да се инвестира към момента на вземане на решение, и се изчислява чрез скотиране на съвкупността от парични потоци, прогнозирани в бизнес плана, използвайки за дисконтов процент цената на капитала. Интуитивно се счита, че колкото по-висока е цената на капитала, толкова по-ниска е нетната настояща стойност (NPV).

(80) За Ciudad de la Luz, използвайки алтернативна цена на капитала 14 % и паричните потоци, посочени в бизнес плана на Consultia от 2004 г. (взети като номинални

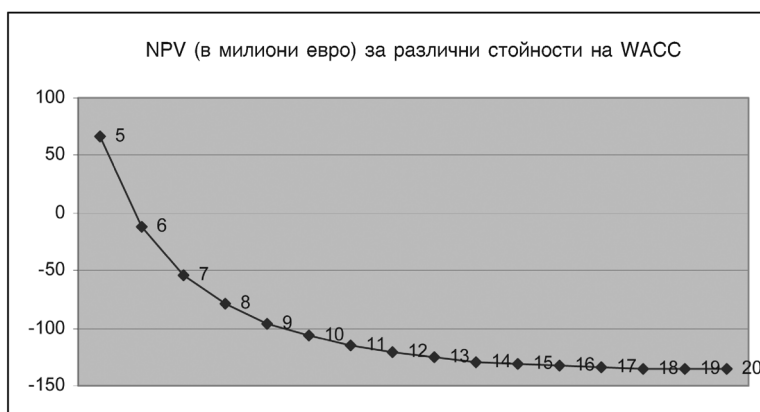
(28) Източник: ORBIS Company Report.

(29) Независимият доклад на Eсоgus продължава с разглеждане на предположенията, залегнали в бизнес плана и с критика на някои от тях. Например, в доклада се посочва, че: „изборът на неговото местоположение не изглежда да е стратегически очевиден, тъй като не може да бъдат установени синергии с други работещи наблизо филмови компании. Има и други региони в Испания с подобни географски местоположения, които обаче са разположени по-близо до съществуващи филмопроизводителни кълъстери“ (стр. 30). По-нататък в доклада: „Във връзка с това обърнете внимание на факта, че през първите години на функциониране на студиото и на учебното заведение там няма да има персонал, който е обучен и завършил обучението си в този регион. За това един благоразумен инвеститор вероятно би предпочел друго място за реализиране на подобно филмово студио“ (стр. 31). Във връзка с инвестицията през 2004 г. се отбелязва, че „може да се постави под съмнение дали частният инвеститор би избрал да изгради филмово студио на зелено в район, в който няма да са налице необходимите човешки ресурси през първите години на функциониране на студиото и учебното заведение“ (стр. 39).

стойности от Комисията, както е обяснено в съображение (76), се получава, че NPV на инвестицията е около 130 милиона евро (вж. приложението). Следователно, за един частен инвеститор, такава инвестиция не заслужава да бъде направена.

- (81) Комисията също така направи проверка на надеждността, която показва, че резултатът е много устойчив. Над един разумен праг, резултатът е почти нечувствителен към стойността на алтернативната цена на капитала, според оценката на Комисията. С други думи, значителни

изменения на параметрите, които Комисията е калибрирала при изчисляването на цената на капитала, не променят резултата. Долната графика показва NPV при различни стойности на цената на капитала (WACC) в интервала от 5 % до 20 %. Графиката показва, че NPV става отрицателна при WACC в интервала от 5 % до 6 %. Следователно ако цената на капитала надхвърли 6 %, частният инвеститор не би инвестирал в проекта. Освен това, при стойности на WACC над 10 %, NPV на практика остава непроменена. Комисията е установила, че WACC е около 14 %, т.е. в интервал, за който с голяма степен на достоверност може да се направи заключение, че проектът не е рентабилен.



- (82) В отговор на оценката на Комисията, базирайки се на консултантски доклад⁽³⁰⁾, испанските органи твърдят, че оценката на Комисията е погрешна. На първо място, въпреки че анализът на базата на модела за оценка на капиталовите активи (CAPM) е счетен за правилен подход, консултантският доклад поставя под съмнение стойностите на параметрите, използвани от Комисията. В частност, стойностите на премията за собствения капитал и „бетите“ трябва да са по-малки. На второ място, за да се определи подходящата база за сравнение, Комисията е трябвало да използва не само бизнес плана на Consultia IT, но и бизнес плана на Arthur Andersen от 2000 г. На трето място, Комисията не е използвала подходящите финансови съотношения за оценка на очакваната рентабилност на проекта Ciudad de la Luz. На последно място, Комисията не е взела предвид очакваните приходи вследствие на строителството на хотели и офисни сгради.

самият автор, който е цитиран от испанските органи, представя оценъчни данни, съответстващи на дадената от Комисията оценка. В приложение II освен това е обяснено защо е погрешно искането на испанските органи да се използват по-малки стойности на „бетите“. Комисията използва стойности от публични проучвания, в които са изчислени бетите на близки конкуренти на Ciudad de la Luz. Предложението на испанските органи да се използват исторически бети се отхвърля от финансовите експерти.

- (83) Тези аргументи бяха отхвърлени от Комисията. По отношение на премията за собствения капитал, в приложение II е обяснено донякъде подробно защо стойностите в предложените от Испания интервали не може да са валидни. Най-важно е това, че стойностите, предложени за премията, са оценъчни стойности за 2009 г., а не тези, които са доминирали през 2000 г. и 2004 г. Ясно е, че параметрите, използвани за оценка на CAPM, трябва да са били актуални към датата на вземане на бизнес решение. Фактически, за съответния период

- (84) В отговор на испанските органи да се вземе предвид бизнес планът от 2000 г., в приложение II са представени такива изчисления. Както може да се види, поради високата рискова премия и по-високия безрисков лихвен процент, в този случай WACC може да е дори по-висок от този за 2004 г. Освен това, изчисленията дават отрицателна NPV. На последно място, по отношение на евентуалните приходи от хотели и офисни сгради, твърденията на испанските органи са базирани на нови доказателства, а именно шест оценъчни доклада за земята, които са изготвени по-късно. Това доказателство не е било част от информацията, с която би разполагал частен инвеститор по това време. Въпреки че в доклада на Andersen се споменава за възможността за изграждане на хотелски комплекс, в него не се съдържа информация за очакваната рентабилност и няма бизнес план, свързан със строителство върху терена. Въпреки това, в приложение II са разгледани подробно предложените *ex post* доклади за строителство върху терена. Те са доста погрешни. Например, референтните цени, предложени за

⁽³⁰⁾ Позоваване на втория доклад на LECG

офисните площи в комплекса Ciudad de la Luz, са като тези за най-престижните улици в Аликанте. Вземайки предвид факта, че комплексът Ciudad de la Luz е разположен извън град Аликанте и непосредствено до индустриален комплекс, тези референтни цени са силно завишени. По подобен начин референтните цени за хотелите са на базата на 4 и 5-звездни хотели. Не са дадени никакви индикации, че ще има достатъчно търсене за такива хотели извън Аликанте (разположени близо до магистрала и индустриален комплекс).

(85) Независимо от собствената вътрешна оценка, Комисията също така възложи независимо проучване, за да се установи дали частен инвеститор би направил такава инвестиция в Ciudad de la Luz при същите условия⁽³¹⁾. Докладът на Eсоgys разглежда различни сценарии, чрез които е определена приблизителна цена на собствения капитал между 12,5 % и 21,4 % за инвестицията през 2000 г. и между 10,9 % и 15,9 % за допълнителната инвестиция през 2004 г. Така резултатът от проучването на Комисията попада в интервала, изчислен от Eсоgys. За разлика от това, вътрешната норма на възвръщаемост, изчислена на базата на бизнес плана, е доста под цената на собствения капитал, определена от Eсоgys.

(86) Общото заключение на Eсоgys е, че по тази причина не изглежда вероятно направените през 2000 г. и 2004 г. инвестиции да съответстват на поведението на един разумен частен инвеститор в условията на пазарна икономика. По отношение на инвестиционния план от 2000 г., Eсоgys установява, че възстановката на бизнес казуса дава отрицателна NPV от 9,3 милиарда песети. За един благоразумен пазарен инвеститор щеше да е много по-рентабилно да инвестира на фондовия пазар. По отношение на инвестиционния план от 2004 г., Eсоgys прави заключението, че „един разумен пазарен инвеститор най-вероятно не би решил да реализира целия проект CDL, а вероятно би избрал да експлоатира 6-те звукозаписни сцени, в които вече е инвестирано, или да закрие проекта и да понесе загубите“⁽³²⁾. На последно място, Eсоgys счита, че един частен кредитор не би предоставил съвместен или друг вид заем за проекта, тъй като паричният поток за проекта е недостатъчен за обслужване на заема.

(87) Затова се прави заключение, че нито инвестициите, направени в Ciudad de la Luz между 2000 г. и 2004 г., нито тези, направени след това, отговарят на принципа за инвеститор в условията на пазарна икономика и следователно представляват предимство за предприятието Ciudad de la Luz SAU. Тъй като изискванията на MEIP тестовете не са изпълнени, един инвеститор в условията на

пазарна икономика не би инвестирал през 2000 г. и не би продължил да инвестира в проекта на базата на бизнес плана от 2004 г.

(88) Следователно Комисията счита, че икономическо предимство е цялата стойност на инвестицията. Заемите, дадени на Ciudad de la Luz от SPTCV, са подчинени заеми, което означава, че са разглеждани в балансовите отчети като нещо, подобно на собствен капитал. Както вече бе отбелязано от Комисията в решението за откриване на процедура, лихвата върху заемите е изчислена с един фиксиран компонент и един променлив компонент. Процентът на фиксирания компонент е много нисък и не би бил приемлив за един кредитор в условията на пазарна икономика. Необичайно ниският фиксиран компонент на заема би могъл по принцип да се компенсира с изгледи за адекватно възнаграждение по съвместния заем, благодарение на променливия компонент, който е свързан с рентабилността на проекта, но това не би могло да е в сила за разглеждания проект (вижте горните съображения във връзка с принципа за инвеститора в условията на пазарна икономика). Освен това, в прогнозираната печалба и в изложението, предоставено на Комисията от испанските органи за периода 2002—2014 г., не са включени никакви финансови разходи. На последно място, на теория заемите е следвало да се погасят през април 2015 г., т.е. след датата на приключване на проекта (и евентуалната му продажба), планирана за 2014 г., което един кредитор в условията на пазарна икономика не би приел. В своя отговор от 20 април 2009 г. на решението за откриване на процедура испанските органи обясняват, че заемите би трябвало, от икономическа гледна точка, да се считат за капиталови инжекции, тъй като кредиторът и акционерът са едно и също лице (т.е. SPTCV). Действително, тъй като нито един от заемите, отпуснати през 2005 г., 2007 г., 2008 г. и 2009 г., не е погасен (дори частично) и бенефициентът не е платил никаква лихва по тези заеми, те би трябвало да бъдат считани *de facto* за инвестиции в собствен капитал. Според информацията, предоставена от испанските органи през април 2012 г., общата сума към края на 2010 г. е била 265 089 599 евро⁽³³⁾.

Избирателност

(89) Помощта е също така избирателна, тъй като произтичащите от подкрепата облаги дават предимство само на предприятията, функциониращи в този сектор, и фактически само на някои от тях.

Държавни средства

(90) Комисията отбелязва, че Generalitat Valenciana е финансирал инвестицията чрез изцяло притежавания от него инвестиционен субект SPTCV и че анализите, които са довели до публичните инвестиции в Ciudad de

⁽³¹⁾ Eсоgys, Проучване на прилагането на принципа за инвеститор в условията на пазарна икономика по отношение на публичната инвестиция в Ciudad de la Luz, 19 юли 2011 г.

⁽³²⁾ Страници 30 и 39 от доклада на Eсоgys.

⁽³³⁾ Както е посочено в съображения 29 и 53. Тъй като заемите се считат за инвестиция в собствен капитал, разходите за лихви не са взети предвид.

la Luz, са направени за Generalitat Valenciana. Следователно тези отпуснати средства може да се считат за държавни средства.

Нарушаване на конкуренцията

- (91) Когато държавната помощ засилва позициите на едно предприятие в сравнение с други конкурентни предприятия, последните трябва да се считат за засегнати от тази помощ. Помощта засилва позицията на Ciudad de la Luz в сравнение с други конкурентни предприятия, като му позволява да навлезе в пазара на филмови студия. Нарушава се конкуренцията между предприятия, които са облагодетелствани от мярката и тези, които не са облагодетелствани. Дори и ако се допусне, че се получават субсидии от филмови продукции в други държави членки, в които има други филмови студия, това не е относим аргумент за отричане на съществуването на нарушена конкуренция. Една мярка не може да избегне квалификацията „държавна помощ“ само защото други държави членки може също да са възприели свои собствени мерки, които нарушават пазара. Такава „компенсация“ не се прави при оценка на условия, свързани с нарушаване на конкуренцията.

Ефект върху търговията

- (92) На последно място, Комисията счита, че въпросната мярка засяга търговията между държави членки. Филмовите студия действат на международния пазар. Филмовите продуценти редовно договарят цени и условия с по няколко филмови студия в различни държави членки. Комисията е одобрила схеми за помощи за Испания и други държави членки, които подпомагат създаването на аудиовизуални творби и следователно косвено насърчават използването на национални технически средства, включително филмови студия. Четвъртият критерий на „Съобщение относно филмовата индустрия“ от 2001 г. обаче изключва добавките от помощи за конкретни производствени дейности, включително използването на филмови студия.

Заключение

- (93) Предвид горното, Комисията счита, че проектът дава избирателно икономическо предимство на Ciudad de la Luz. Проектът е публично финансиран, нарушава конкуренцията и има ефект върху търговията между държави членки. Затова Комисията счита, че нотифицираната мярка представлява държавна помощ по смисъла на член 107, параграф 1 от Договора за функционирането на Европейския съюз.

Съвместимост

- (94) Комисията трябва най-напред да се увери, че помощта не противоречи на разпоредбите на ДФЕС в аспекти, различни от държавната помощ. В този случай оценката

на Комисията не влияе на каквито и да е допълнителни констатации във връзка със спазването на законодателството на ЕС в областта на обществените поръчки. Помощта не съдържа никакви други елементи, които биха причинили проблеми във връзка с принципа на общата законност на помощта.

- (95) Както е отбелязано в решението за откриване на процедура, като допълнителен аргумент в случай че Комисията счете въпросната мярка за държавна помощ, испанските органи са изразили твърдението, че подобни мерки биха били в съгласие с член 107, параграф 3 като регионална помощ и като помощ с цел подкрепа на културата.

Регионална помощ

- (96) Регионалната помощ за изграждането на Ciudad de la Luz може да бъде оправдана на базата на това, че инвестицията е направена в подпомаган регион. Испанските органи изказват мнение, че помощ с интензитет 36 % би била разрешена от правилника за регионални помощи, приложим към момента на първоначалното решение за инвестиране през 2000—2006 г.

- (97) Тъй като това е ненотифицирана помощ, приложими са Насоките за регионална помощ за 2000—2006 г. ⁽³⁴⁾. В точка 4.2 от насоките е посочено, че: „за да се гарантира жизнеспособността и стабилността на производствената инвестиция, бенефициентът трябва да участва във финансирането с минимум 25 %“. В бележка под линия 20 към насоките е разяснено, че минималният принос от 25 % не трябва да съдържа никаква помощ. Въпреки че е имало частен инвеститор за 25 % от първоначалния акционерен капитал от 600 000 евро, този частен инвеститор е бил дружество, което е управлявало проекта срещу заплащане и което не е направило никакви допълнителни инвестиции в проекта, съответстващи на голямата част от публичните инвестиции в проекта. Следователно първата инвестиция не може да се разглежда изолирано от публичната инвестиция, тъй като това не е самостоятелна инвестиция. Освен това частният инвеститор е бил закупен от SPTCV през юли 2004 г., когато акционерният дял на първия е бил намален до 0,2 %.

- (98) Испанските органи привеждат доводи, че самата инвестиция на SPTCV от 25 % може да се счита за вноска от бенефициента. Комисията счита, че такъв подход, при който 25 % от инвестицията се предоставя от публична организация, която няма поведението на частен инвеститор (вж. по-горе, раздел V, подраздел „Икономическо предимство“), докато останалите 75 % от инвестицията също са държавни средства, не може да гарантира жизнеспособността и стабилността на производствената инвестиция.

⁽³⁴⁾ ОВ С 74, 10.3.1998 г., стр. 9.

(99) Тъй като инвестицията в Ciudad de la Luz е финансирана от SPTCV изцяло с публични средства, това условие не е изпълнено.

Секторна помощ за аудиовизуалния сектор

(100) В определени ситуации Комисията е давала разрешение за помощи за аудиовизуалния сектор по силата на член 107, параграф 3, буква в), вземайки предвид свързаните с културата цели на член 167 от ДФЕС. Изключението с културна цел може да се използва в комбинация с други основания за законосъобразност, например помощ за определени икономически дейности по член 107, параграф 3, буква в) от ДФЕС⁽³⁵⁾. Въпреки че това не е предложено от испанските органи, с оглед на коментарите от други страни, тези законови основания са разглеждани по-долу.

(101) Извършена е оценка по член 107, параграф 3, буква в) от ДФЕС чрез тест на тристъпково съпоставяне на предимствата и отрицателните ефекти на въпросната мярка.

(102) При прилагането на теста на съпоставяне, Комисията дава оценка на следните въпроси:

а) Насочена ли е мярката за помощ към добре дефинирана цел от общ интерес (т.е., дали предложената помощ засяга пазарна неефективност или друга цел)?

б) Добре обмислена ли е мярката, за да постигне целта от общ интерес? По-специално:

i) Подходящ инструмент ли е мярката за помощ, т.е., дали има други, по-подходящи за тази цел инструменти?

ii) Има ли стимулиращ ефект, т.е., дали помощта променя поведението на фирми?

⁽³⁵⁾ Виж по-специално NN 84/2004 от 22 март 2006 г. – Франция – Régimes d'aide au cinéma et à l'audiovisuel. В този случай, Комисията даде *ex post* разрешение на базата на член 107, параграф 3, буква в) и/или г) от ДФЕС, мерки за помощ за оказване на подкрепа преди всичко за разпространението и създаването на филми, обновяването и модернизацията на кината, видео музиката или видео разпространението, научни изследвания и разработки, и разработка на технологии за следснимачна обработка. Виж също N 192/2008 от 11 април 2008 г. – Испания – Стимулиране на дублирането на филми и създаването на субтитри в страната на баските.

iii) Пропорционална ли е мярката за помощ, т.е., дали същата промяна на поведението може да се постигне с по-малка помощ?

в) Ограничени ли са нарушенията на конкуренцията и ефектът върху търговията, така че балансът като цяло да е положителен?

Цел на мярката

(103) Счита се, че има „пазарна неефективност“ тогава, когато пазарният резултат не води до най-високото ниво на общо социално благополучие. Неефективен пазарен резултат може да възникне в случая на т. нар. публични стоки или стоки с особени достойнства⁽³⁶⁾. Такива стоки генерират положителни външни ефекти, при които социалните ползи надвишават личните. В резултат на това на пазара се предлагат количества под оптималното ниво – което от своя страна може да е основание за публична намеса (и евентуално за публични субсидии).

(104) В ЕС съществува силно конкурентен търговски пазар с редица големи филмови студия. Освен това, по отношение на големите филмови продукции европейските филмови студия са изправени пред сериозната конкуренция на студия извън ЕС. Затова *prima facie* доказателствата не показват неефективност на пазара на базата на недостатъчно предлагане и високи начални разходи. В своя отговор на решението за откриване на процедура, испанските филмопроизводители твърдят, че преди изграждането на Ciudad de la Luz испанският пазар не е предлагал подобни висококачествени услуги. В частност, филмопроизводители от Валенсия отбелязват, че възможността за достъп до местно филмово студио ще им позволи да намалят своите производствени разходи (пониски транспортни разходи, близост до други услуги, необходими при производството на филми и др.).

(105) Фактът обаче, че местните филмопроизводители ще имат полза от Ciudad de la Luz, не е достатъчен, за да се направи извод за „неефективност на пазара“ в дефиницията по-горе смисъл. На първо място допускането, че Ciudad de la Luz е в отговор на пазарна неефективност по отношение на местното филмопроизводство в Испания, би противоречало на целта, обявена от испанските органи. Докладът на Consultia от 2004 г. счита само местните студия за „непреки“ конкуренти, тъй като за разлика от тях Ciudad de la Luz ще е насочен към големите филмови продукции.

⁽³⁶⁾ Публични стоки има в случаите, когато не е възможно да се предостави стока или услуга на едно лице без изключване на други лица или когато няма конкуренция в потреблението (напр. улично осветление, пътища). Стоки от общ интерес или стоки с особени достойнства са тези стоки и услуги, потреблението на които, според органите на властта, ще е под необходимото ниво и които по тази причина трябва да се субсидират или предлагат безплатно (напр. образуване, обществени библиотеки).

(106) На второ място, за да се покаже, че има неефективност на пазара по отношение на испанските филмопроизводители, трябва да се прецени дали социалните ползи от студио като Ciudad de la Luz са по-големи от разходите. Наред с други неща, ще трябва да се отговори и на въпроса дали съществуващата база е недостатъчна, т.е., дали испанските филмопроизводители не биха могли да използват съществуващите филмови студия в Испания (напр. Video Planning, Cartuja Producciones и Loasur Audiovisual в Андалусия, Media Park в Каталония, Platós Valencia във Валенсия и Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Estudios Los Ángeles и Flash Estudio в Мадрид) или в други държави членки. Испанските филмопроизводители посочват (без количествени данни) някои предимства на Ciudad de la Luz по отношение на техните разходи, но не привеждат доводи, че тези местни студия биха били задължително необходими за местното филмопроизводство.

Добре обмислена помощ

(107) Освен това, тъй като няма добре определена пазарна неефективност, на която да се отговори с тази мярка, тази помощ не може да се счита за подходяща и пропорционална като отговор за такава пазарна неефективност. Ако целта на филмовото студио е била да се подпомогне местното филмопроизводство, шеше да е необходимо, наред с други неща, да се направи сравнение между осъществената инвестиция и други мерки, чрез които е могло да се постигнат сравними ефективности от гледна точка на филмопроизводителите. Испанските органи не са представили такава сравнение.

Нарушаване на конкуренцията и търговията

(108) Тестът на съпоставяне също така изисква оценка на отрицателните ефекти в смисъл на *нарушаване на пазара и търговията*. При положение, че производството е намаляло значително под първоначалните очаквания и че студията са привлекли предимно местни филмови продукции, може да се счита, че досега нарушаващият ефект на Ciudad de la Luz вероятно е бил ограничен. Броят на филмовите продукции в Ciudad de la Luz, обаче, не е добър показател за възможните нарушаващи ефекти на студията. Навлизането на Ciudad de la Luz на европейския пазар на филмови студия е увеличил общия капацитет на студията. Елементарната икономическа логика предполага, че такова нарастване на предлагането ще генерира общо намаляване на цените, независимо от количеството продукции, които студията Ciudad de la Luz биха моли да привлекат. Тъй като ефектът би бил върху общата пазарна цена, такова намаление на цените не би могло да се наблюдава чрез сравняване на определените от Ciudad de la Luz цени с тези на неговите конкуренти. Освен това изграждането на Ciudad de la Luz може да насърчи други държави членки да направят подобни инвестиции. На последно място, вземайки предвид съвременната техническа база на Ciudad de la Luz, в бъдеще пазарната позиция на тези студия може да се промени.

(109) Въз основа на посоченото по-горе, мярката не може да се счита за съвместима по член 107, параграф 3, буква в), тъй като не е в отговор на неефективност на пазара в този сектор и на рискове, влияещи неблагоприятно на конкуренцията и търговията.

Помощ с културна цел – инвестиции за изграждане на филмово студио

(110) Испанските органи не са привели никакви доводи, с които да променят позицията на Комисията, изразена в решението за откриване на процедура, а именно, че тя „счита, че няма елемент, който да показва, че изключение [с културна цел] може да се приложи за държавна помощ, покриваща разходи за изграждане и експлоатация на нов голям комплекс от филмови студия.“ Решението за откриване на процедура игнорира възможността студията да бъдат разглеждани като „културна инфраструктура“, тъй като те са много специализирани и използването им се ограничава до аудиовизуалния сектор (за производство на филми, телевизионни продукции и реклами).

(111) За да се приложи изключението с културна цел, предвидено в член 107, параграф 3, буква г) от ДФЕС за финансиране, което не попада в обхвата на „Съобщение относно филмовата индустрия“, освен да е необходима, пропорционална и адекватна (както е при посочената по-горе оценка по член 107, параграф 3, буква в), помощта трябва също така да е с културна цел. Тъй като е установено, че тези критерии не са по член 107, параграф 3, буква в), същото важи и по отношение на член 107, параграф 3, буква г).

Помощ с културна цел – стимули за филмопроизводителите

(112) През декември 2008 година Комисията одобри стимулите за филмопроизводство, предлагани от регион Валенсия на базата на „Съобщение относно филмовата индустрия“⁽³⁷⁾. Стимулите, предоставяни от регионалното правителство на Валенсия във връзка със снимането на филми в Ciudad de la Luz преди това, не може да се считат за съвместими в случаите, когато снимането на филми в Ciudad de la Luz е било условие за предоставяне на помощта (това противоречи на четвъртия критерий от „Съобщение относно филмовата индустрия“, който изключва добавките от помощи за конкретни филмопроизводствени дейности).

⁽³⁷⁾ „Съобщение относно филмовата индустрия“ от 2001 г. определя критериите, по които може да се приложи дерогацията с културна цел по член 107, параграф 3, буква г) по отношение на схемите за подпомагане на производството на аудиовизуални творби.

(113) На последно място, не е необходимо да се прави допълнително проучване в рамките на настоящото решение дали на филмопроизводителите е била предоставяна помощ.

VI. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

(114) Комисията установи, че Испания е предоставила държавна помощ на Ciudad de la Luz SA в нарушение на член 108, параграф 3 от Договора за функционирането на Европейския съюз. Инвестицията, извършена в Ciudad de la Luz от регион Валенсия, не би била направена от частен инвеститор при същите условия. В резултат на това Комисията счита цялата публична инвестиция в проекта за неправомерна помощ.

(115) Следователно размерът на помощта до декември 2010 г. е сумата от 265 089 599 евро на директната публична инвестиция в Ciudad de la Luz SA и всякакви стимули, предоставени на филмопроизводители при условие че снимането на филмите се извършва в Ciudad de la Luz.

(116) Съгласно Договора за функционирането на Европейския съюз и утвърдената съдебна практика на Съда на Европейския съюз, Комисията е компетентна да реши дали съответната държава трябва да отмени или измени тази помощ⁽³⁸⁾, ако Комисията е установила, че помощта е несъвместима с вътрешния пазар. Освен това, Съдът също така нееднократно е постановявал, че задължението на държавата за отмяна или изменение на помощта, считана от Комисията за несъвместима с вътрешния пазар, е определено с цел да се възстанови съществуващата преди това ситуация⁽³⁹⁾. В този контекст Съдът е постановил, че целта е постигната, когато получателят е изплатил сумите, предоставени чрез неправомерна помощ, като така се е отказал от преимуществото, което е имал над конкурентите си на пазара, и ситуацията от преди плащането на помощта е възстановена⁽⁴⁰⁾.

(117) Съгласно съдебната практика, член 14 от Регламент (ЕО) № 659/1999 на Съвета⁽⁴¹⁾ гласи, че „когато са взети отрицателни решения в случаи с неправомерна помощ, Комисията решава съответната държава членка да вземе всички необходими мерки за възстановяване на помощта от бенефициента.“

ПРИЕ НАСТОЯЩОТО РЕШЕНИЕ:

Член 1

Първоначалният акционерен капитал и внесеният по-късно акционерен капитал в размер на 94 459 719 евро, отредената на Ciudad de la Luz земя на стойност 9 800 040 евро, съвместните заеми в размер на 115 милиона евро, издадените след 2008 г. конвертируеми облигации с обща стойност 45 829 840 евро, предоставени неправомерно на Испания от Ciudad de la Luz SA преди 31 декември 2010 г., и всякакви

⁽³⁸⁾ Дело С-70/72 *Комисия/Германия*, параграф 13.

⁽³⁹⁾ Съединени дела С-278/92, С-279/92 и С-280/92 *Испания/Комисия*, параграф 75.

⁽⁴⁰⁾ Дело С-75/97 *Белгия/Комисия*, параграф 64-65.

⁽⁴¹⁾ ОВ L 83, 27.3.1999 г., стр. 1.

стимули, предоставяни на филмопроизводители при условие че снимането на филмите се извършва в Ciudad de la Luz, в нарушение на член 108, параграф 3 от Договора за функционирането на Европейския съюз, представляват държавна помощ, която е несъвместима с вътрешния пазар.

Член 2

1. Испания възстановява от бенефициента несъвместимата помощ, предоставена по член 1.

2. Сумите за възстановяване се облагат с лихва от датата, на която са предоставени на разположение на бенефициентите, до тяхното реално възстановяване.

3. Лихвите се изчисляват с натрупване в съответствие с глава V от Регламент (ЕО) № 794/2004 на Съвета⁽⁴²⁾.

4. Испания прекратява всички неизвършени плащания по посочената в член 1 помощ, считано от датата на приемане на настоящото решение.

Член 3

1. Възстановяването на посочената в член 1 помощ е незабавно и ефективно.

2. Испания осигурява изпълнението на това решение в срок от четири месеца от датата, на която е уведомена за него.

Член 4

1. До два месеца след уведомяване за това решение, Испания изпраща следната информация:

а) общата сума (главница и лихви) за възстановяване от бенефициента;

б) подробно описание на всички взети и планирани мерки за изпълнение на настоящото решение;

в) документи, показващи, че на бенефициента е било наредено да върне помощта.

2. Испания информира редовно Комисията за хода на предприетите национални мерки за прилагане на настоящото решение до окончателното възстановяване на посочената в член 1 помощ. При поискване от страна на Комисията, Испания предоставя незабавно информация за вече предприетите и планираните мерки за изпълнение на настоящото решение. Освен това тя предоставя подробна информация относно сумите на помощта и лихвите, които вече са възстановени от бенефициента.

⁽⁴²⁾ ОВ L 125, 28.4.2004 г., стр. 4.

Член 5

Адресат на настоящото решение е Кралство Испания.

Съставено в Брюксел на 8 май 2012 година.

За Комисията
Joaquín ALMUNIA
Заместник-председател

ПРИЛОЖЕНИЕ А

Информация за размера на получената помощ, подлежащата на възстановяване помощ и помощта, която вече е възстановена

Наименование на бенефициента	Общ размер на получената по тази схема помощ (*)	Общ размер на подлежащата на възстановяване помощ (*) (Главница)	Общ размер на вече възстановената помощ (*)	
			Главница	Лихви

(*) Милиони от националната валута

ПРИЛОЖЕНИЕ I

Ciudad de la Luz (CDL) –Подход за изчисляване на подходящата цена на капитала при решения за капиталово бюджетиране– юли 2009 г.**Цел**

Целта на настоящия доклад е да установи дали инвестицията в проекта за създаване на компанията Ciudad De la Luz (CDL) може да се квалифицира като държавна помощ. Съгласно принципа за инвеститора в условията на пазарна икономика, направената инвестиция се счита за държавна помощ, ако очакваните от държавата приходи са по-малки от това, което би желал един частен инвеститор при условията на конкретния проект.

Един частен инвеститор в собствен капитал ⁽¹⁾ би желал да инвестира в проекта CDL, ако очакваната вътрешна норма на възвръщаемост ⁽²⁾ е по-висока или равна на алтернативната цена на капитала ⁽³⁾ (т.е., възвръщаемостта, която би могъл да получи от друг подобен проект).

В анализа, който следва по-долу, ние калибрираме модела за оценка на капиталовите активи (CAPM), за да получим цената на собствения капитал. Това е подходящата мярка за определяне дали един частен инвеститор би се заел с проекта CDL.

След това полученият интервал на параметрите се сравнява с *ex-post* резултатите на представителна извадка от конкуренти на CDL. Това е подходът, възприет от LECG в представените от него сведения, а именно използването на *ex-post* данни за определяне на база за сравнение за алтернативната цена на капитала за този тип проекти. Както се вижда по-долу, избраната от LECG мярка за *ex-post* резултатите не е правилната за определяне на базата за сравнение. Още по-съществено е това, че всеки показател, определен на базата на *ex-post* резултатите, е непълнен заместител на изискваната *ex-ante* възвръщаемост.

Ние установяваме, че алтернативната цена на капитала за проекта трябва да е около 14,91 %. Следователно един частен инвеститор би изисквал вътрешната норма на възвръщаемост да надхвърля 14,91 %. Според бизнес плана, предложен от CDL през 2004 година (който е най-новата финансова информация, на която е базиран този проект), вътрешната норма на възвръщаемост за инвестицията в CDL е 5,74 % ⁽⁴⁾.

Следователно един частен инвеститор не би инвестирал в проекта CDL, тъй като неговата вътрешна норма на възвръщаемост е по-малка от алтернативната цена на капитала.

Цената на собствения капитал ⁽⁵⁾

Цената на собствения капитал е минималната изисквана норма на възвръщаемост, която CDL трябва да предложи на своите акционери като компенсация за:

- стойността на парите във времето;
- риска, свързан с инвестирането в CDL.

Важно е да се подчертае, че приложимата норма на възвръщаемост е очаквана бъдеща възвръщаемост, а не историческа възвръщаемост. Цената на собствения капитал отразява алтернативната цена на инвестицията за акционери в компании или проекти със същия (или подобен) бизнес риск и финансов риск като разглежданата компания или проект.

По-долу ние прилагаме широко възприетия метод за оценка на цената на собствения капитал, а именно модела за оценка на капиталовите активи (CAPM):

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

където:

- K_e е цената на собствения капитал, изразена в %;
- R_f е безрисковият лихвен процент, изразен в %;
- $(R_m - R_f)$ е пазарната рискова премия, изразена в %;
- β е „бета“, мярка за систематичния (недиверсифицируемия) риск, свързан с акционерния дял в CDL, отразяващ както бизнес риска, така и финансовия риск.

⁽¹⁾ Без заемни средства.

⁽²⁾ По дефиниция, вътрешната норма на възвръщаемост съответства на дисконтовия процент, при който нетната настояща стойност на инвестицията става равна на нула.

⁽³⁾ Brealey и Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*, Sixth Edition (глава 5, стр. 100)

⁽⁴⁾ Използването на тази база за сравнение не следва да се интерпретира като твърдение, че посочената стойност е точна. Трудно е да се направи точна прогноза на паричните потоци, поради което 5,74 % вероятно представлява най-много горната граница.

⁽⁵⁾ Това допълнение представя общото определение на среднопретеглена цена на капитала (WACC), включваща както собствения, така и заемния капитал.

За безрисковия лихвен процент, пазарната практика предлага да се вземе лихвеният процент на дългосрочните (обикновено 10-годишни) държавни облигации в страната, където се извършва дейността.

За пазарната рискова премия трябва да се вземе историческата пазарна рискова премия за един разумно дълъг период от време. Общоприета пазарна практика е да се взема разликата между историческата възвръщаемост на индекса на диверсифицирания собствен капитал в страната, където се извършва дейността, и безрисковия лихвен процент.

Приложение в случая на Ciudad De La Luz

Средната годишна възвръщаемост за 10-годишни държавни облигации в Испания е била 4,1 % през 2004 г. ⁽¹⁾.

$$R_f = 4,1 \%$$

Според Fernández (2004) ⁽²⁾ историческата пазарна рискова премия за държавни облигации в Испания (през периода 1991—2003 г., отговарящ приблизително на периода преди нашата инвестиция) е бил в интервала 6,8 %—9,3 % (разликата се дължи на метода на изчисляване на средната стойност – средна аритметична или средна геометрична стойност). За целите на нашата оценка на пазарната рискова премия ние вземаме долната граница на този интервал.

$$(R_m - R_f) = 6,8 \%$$

На последно място, за изчисляването на бета ние използваме публично достъпната информация за компаниите, определени от испанските органи като преки конкуренти на CDL.

През 2001 г. KBC Securities представи доклад, съдържащ необходимата информация за изчисляване на нетната настояща стойност на 10-годишна инвестиция в **Carrere Group**. Обърнете внимание на факта, че както датата, така и падежът на инвестицията в общи линии съвпадат с разглеждания от нас случай. Използваният в доклада на KBC дисконтов процент е 12 %, а посочената стойност на бета е 1,8. Вземайки предвид, че финансовият рисков профил на **Carrere** е различен от този на CDL (капиталовата структура на Carrere включва замен капитал), ние трябва да коригираме бета и да изчислим бета в случая без замен капитал ($Beta_{Unlevered}$ – бета без левъридж), за да изолираме профила на бизнес риска. Бета в случая без левъридж се изчислява по формулата:

$$Beta_{Unlevered} = Beta_{Levered} / [1 + (1 - T) D/E]$$

където T е приложимата данъчна ставка. Данъчната ставка за Франция, където е създадена компанията Carrere, е около 33 %, а съотношението дълг към собствен капитал може да бъде видяно в оригиналния доклад на KBC. Към момента на издаване на акциите, съотношението дълг към собствен капитал е било 10 %. Тази величина се потвърждава от данни на Bloomberg.

Използвайки тези стойности на параметрите, ние получаваме следната стойност за бета в случая без левъридж:

$$Beta_{Unlevered} = 1,68$$

Подобна оценка е направена в Германия през 2008 г. от Der Spezialist für Finanzaktien за **Studio Babelsberg** – друга фирма, определена от испанските органи като директен конкурент на CDL. В този доклад се приема цена на собствения капитал 12 %, а стойността на бета е 1,5. Към момента на публикуване на доклада, **Studio Babelsberg** е била компания без замен капитал, което означава, че нейната капиталова структура е била идентична с тази на CDL. Следователно в този случай не е необходимо да се извършва корекция на бета.

Това пряко доказателство, получено от подробни доклади, отнасящи се за два преки конкурента показва, че приложимата за CDL бета е (поне) в интервала 1,5—1,68. Освен това инвестицията в CDL е по-вероятно да е свързана с по-високо ниво на идиосинкратичен риск, поради причини, които вече са изложени от Комисията. С други думи, стойността на бета за CDL е вероятно по-висока от тази за конкурентите на компанията.

В следващите разглеждания ние вземаме средноаритметичната стойност на тези две стойности и ги използваме за CDL (въпреки факта, че свързаният със CDL идиосинкратичен риск вероятно е по-голям). Следва да се отбележи, че тези данни са представени от финансови анализатори, извършили задълбочен анализ на Carrere и Studio Babelsberg.

Така долната граница на очакваната възвръщаемост на собствения капитал за един частен инвеститор ще е:

$$K_e = 4,1 + 1,59 * 6,8 = 14,91 \%$$

Изчисляването на тази стойност е полезно, тъй като от нея се вижда, че стойност на WACC значително под **14,91 %** може да бъде категорично отхвърлена.

Уловки в методологията на LECC

Оценката в проучването на LECC, водеща до стойност на дисконтовия процент 5,15 %, е методологично погрешна. LECC твърди, че правилната мярка за среднопотеглена цена на капитала (WACC) е реализираната възвръщаемост на активите (ROA) на един или евентуално два конкурента (Pinewood и Babelsberg).

⁽¹⁾ Global Insight.

⁽²⁾ Pablo Fernández (2004), *Пазарна рискова премия: необходима, историческа и очаквана*. Работен доклад за IESE Business School

На първо място, счетоводните възвръщаемости, напр. ROA, като цяло не трябва да се считат за правилна мярка за очакваната от инвеститора средна възвръщаемост поради поне три причини ⁽¹⁾. Счетоводните възвръщаемости се изчисляват на годишна база, докато един разумен инвеститор ще се интересува от възвръщаемостта по време на целия живот на проекта. На второ място, счетоводната информация е историческа информация за компанията и по тази причина е неподходяща за оценка на *ex post* резултатите на фирмата в сравнение с очакваните *ex ante* резултати от инвестицията. На последно място, инвеститорите в действителност не се интересуват от счетоводната печалба, а от паричните приходи, т.е. от паричните потоци, които те получават от направените инвестиции.

Освен това, LECG е трябвало да сравни WACC с ROCE (възвръщаемостта на вложения капитал), а не с ROA. Величината WACC се отнася за целия капитал, т.е. собствения капитал плюс финансовия дълг. В дебитната страна на типичния баланс отчет, обаче, са посочени не само собственият капитал и финансовият дълг, но също така и текущите пасиви, т.е. задълженията към доставчици. Следователно общите активи са равни или по-големи от общия капитал, а за дадена възвръщаемост ROA е по-ниска или равна на ROCE ⁽²⁾. Оттук и изводът, че ROCE, а не ROA трябва да се сравнява с WACC. Един проект реализира положителна стойност при условие и само при условие че реализираната възвръщаемост на вложения капитал е равна или по-голяма от WACC.

Данни за конкурентите

Преди да разгледаме данните за пазара, ние желаем да подчертаем отново, че приложимата база за сравнение е *ex-ante* цената на капитала. Възвръщаемостите, наблюдавани *ex-post*, са само непълен заместител на очакваните *ex-ante* резултати, тъй като реализираните *ex-post* възвръщаемости не са задължително равни на изискваните *ex-ante* възвръщаемости. Ако инвеститорите се интересуват от предишните резултати на една компания, те би трябвало да разгледат ROCE – *ex-post* възвръщаемост, която е сравнително независима от капиталовата структура на различните фирми, тъй като включва едновременно заемния и собствения капитал. В сравнение с ROCE, с увеличаване на нивото на левъридж в една компания възвръщаемостта на собствения капитал за акционерите се увеличава.

Следва анализ на данните за ROCE за представителна група от конкуренти от различни източници, в който наблюдаваме, че резултатите не са несъвместими с извършената от нас калибровка.

1. Данни за AMADEUS

AMADEUS е комплексна общоевропейска база данни, съдържаща финансова информация за над 11 милиона публични и частни компании в 41 европейски страни, поддържана от Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing. BvD е един от водещите в света източници на данни за балансите на фирмено ниво, като информацията за Европа е най-богата.

Медианата е стойност, разделяща горната половина от долната половина на статистическата извадка. Ако наблюдаваните данни са подредени във възходящ или низходящ ред, медианата е стойността по средата.

Средната аритметична стойност (средната стойност) е сумата на стойностите на наблюдаваната величина, разделена на броя на наблюденията.

За много разпределения медианата съвпада със средната стойност. Емпирически двете величини може да се различават значително в случаите, когато, въпреки големия размер на извадката, наблюдаваното разпределение е несиметрично (напр., при голям разброс на данните, т.е., ако са наблюдавани екстремни отклонения).

Данните, които представяме по-долу, се характеризират със средни стойности, които надвишават медианните стойности (положителна несиметричност). Тъй като средните стойности са чувствителни към отклоненията от преобладаващото разпределение, ние сме насочили вниманието си към медианните стойности. Обърнете внимание на факта, че този избор води по-ниски стойности на възвръщаемостта в сравнение с анализа с използване на средните стойности за извадките.

Анализ на група от сравними компании

Ако разгледаме една много широка извадка, включваща всички NACE 921 (Филмови и видео дейности), ще получим съвкупност от над 11 000 наблюдения за периода 1994—2008 г.

	Медиана
Възвръщаемост на вложения капитал (ROCE)	13,56 %

⁽¹⁾ Hans W. Friederiszick и Michael Troge, DG COMP, CET, 'Прилагане на MEIP в случая на държавни компании – Поуки от случаите с германските Landesbanken', *Competition Policy Newsletter*, № 1, пролет 2006 г.

⁽²⁾ Често възниква такова объркване, тъй като в учебниците по финанси някои автори приемат опростен вариант на балансовия отчет, включващ само собствен капитал и финансов дълг, без текущите пасиви. В такива случаи ROA действително е равна на ROCE. В реални условия, обаче, не винаги е така.

Pinewood-Shepperton, Carrere Group и Barrassov Studio принадлежат към по-малката група от компании с 4-цифрен NACE код 9211 (Филмопроизводство и видеопроизводство). В допълнение към класификацията NACE, дава възможност за по-точно групиране на компаниите с един и същи NACE код на базата на техния размер. Pinewood-Shepperton, Carrere Group и Barrassov Studio принадлежат към групата на „много големите компании“ с NACE код 9211 („много голям“ не е абсолютна мярка, а относителна мярка спрямо останалите фирми от групата NACE 9211). Медианата ⁽¹⁾ за тази група от 45 сравними компании за периода 2000—2006 г., при наличие на такива данни, е следната:

	Медиана
ROCE	10,1 %

Studio Babelsberg е включено в базата данни на AMADEUS под същия NACE код като посочените преди него три компании, но то е определено като „голяма компания“. Групата от сравними „големи компании“ с NACE код 9211 включва 133 фирми. Медианата за тази група за същия период (2000—2006 г.) е:

	Медиана
ROCE	10,1 %

Cinecitta Studios са включени в базата данни с „рекламен“ NACE код, което означава, че съответната група от подобни компании не е подходяща за целите на сравнението. CDL също е включен и в групата с NACE код 7413 (Проучване на пазари и изследване на общественото мнение), която според нас няма отношение към нашата оценка.

2. Данни ORBIS ⁽²⁾

За да се добием с данни за фирмите, споменати в предоставените от испанските органи сведения, беше необходимо да се обърнем към ORBIS. В ORBIS имаше информация за следните компании:

- Pinewood Shepperton
- Studio Babelsberg
- Carrere Group
- Cinecitta
- Ealing Studios
- Barrassov
- Prime Focus
- Ray Corp
- EUROPACORP

Медианата за тези компании в периода 2002—2007 г. е:

	Медиана
ROCE	10,82 %

Тъй като тази група от компании се състои от очевидни конкуренти, няма никаква опасност в нея да попадне рязко различаващ се обект, който всъщност не извършва дейност в същия сегмент като CDL (каквото може да е случаят с групите от сравними компании, определени на базата на AMADEUS). По тази причина ние даваме средната стойност за групата за периода 2000—2007 г.

	Средна стойност
ROCE	12,26 %

⁽¹⁾ Както бе споменато по-горе, медианната стойност за групата е по-ниска от средноаритметичната стойност. За този анализ на сравними компании AMADEUS дава годишната медианна стойност за ROCE, характеризираща цялата група. За да получим необходимата стойност за целия период от време (посочената в текста стойност), ние изчислихме „медианата на годишните медиани“.

⁽²⁾ ORBIS е глобална база данни, съдържаща информация за над 50 милиона компании от цял свят (Bureau van Dijk Electronic Publishing).

Заклучение

Определената от нас калибрирана цена на капитала за инвестицията в CDL е 14,91 %. Ако приемем при номинална стойност предложения от CDL бизнес план от 2004 г. и анализа на LECG, вътрешната норма на възвръщаемост на този проект е 5,74 %. Ние обаче подчертаваме, че прогнозираните в бизнес плана от 2004 г. парични потоци изглеждат необосновано оптимистични, особено като се вземат предвид действителните загуби, понесени от компанията в периода 2002—2004 г. (1). При информацията, с която разполагаме, ние може да предположим, че изложените в бизнес плана от 2004 г. парични потоци представляват горна гранична стойност.

Както е посочено в увода, един инвеститор би инвестирал в дален проект само ако вътрешната норма на възвръщаемост е по-голяма от алтернативната цена на капитала. Следователно инвеститора в CDL би трябвало да изисква много по-висока вътрешна норма на възвръщаемост (т.е. поне 14,91 %), за да инвестира в проекта. Ние може да стигнем до заключението, че направената в CDL инвестиция не отговаря на принципа за инвеститор в условията на пазарна икономика.

При WACC = 14,91 %, и приемайки, че прогнозираните през 2004 г. пазарни потоци представляват горна гранична стойност, ние изчислихме NPV на проекта като сума от дисконтирани парични потоци. На базата на представените от испанските власти сведения излиза, че инвестицията от 199 милиона е сумата на паричните потоци в периода 2005—2007 г. Паричният поток за последния период включва остатъчната стойност, изчислена чрез използване на модела на дисконтираните дивиденди:

$$V_t = \frac{D_t(1+g)}{r-g}$$

където D_t е дивидентът, който следва да се плати през година t , g е темпът на растеж на дивидента, а r е дисконтовия процент.

Този израз е много чувствителен при изменение на параметрите D_t и g . Получаването на точни оценки за D_t и g е извън целите на настоящата бележка. По тази причина, като референтни нива ние използваме предложените от испанските органи стойности, а именно: $D_t = 8\,651$ (паричен поток за последния период) и $g = 2,553\%$ (процент на инфлация). Същевременно, за дисконтовия процент ние използваме определената от нас стойност 14,91 %. На базата на тези стойности на параметрите се получава отрицателна нетна настояща стойност за проекта: NPV = - 131,65 мил.

	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.
Паричен поток	- 884	- 1 792	- 2 601	- 118 177	- 55 813	- 25 088	4 462
Дисконтов процент	$(1 + WACC)^2$	$1 + WACC$	1	$1/(1 + WACC)$	$1/(1 + WACC)^2$	$1/(1 + WACC)^3$	$1/(1 + WACC)^4$
14,91 %	1,3204	1,1491	1,0000	0,8702	0,7573	0,6591	0,5735
Дисконтиран паричен поток	- 1 167,26	- 2 059,19	- 2 601,00	- 102 843,09	- 42 268,78	- 16 534,56	2 559,16

	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	NPV
Паричен поток	5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	80 447	
Дисконтов процент	$1/(1 + WACC)^5$	$1/(1 + WACC)^6$	$1/(1 + WACC)^7$	$1/(1 + WACC)^8$	$1/(1 + WACC)^9$	$1/(1 + WACC)^{10}$	
14,91 %	0,4991	0,4344	0,3780	0,3290	0,2863	0,2491	
Дисконтиран паричен поток	2 758,17	2 849,86	2 586,30	2 650,40	2 378,07	20 041,62	- 131,65

Коментари по последните представени сведения (25 март)

Представените на 25 март сведения се характеризират с липса на методологична точност и съдържат определени централни твърдения, които в най-добрия случай са необосновани. Посочено е, че:

(1) Източник: ORBIS Company Report.

„... за количествено определяне на тази възвръщаемост и преди всичко на рисковата премия, която един частен инвеститор би изисквал от даден проект, са използвани различни модели, най-разпространеният от които е моделът за оценка на капиталовите активи (CAPM). Например, ако този модел се приложи за разглеждания случай, частният инвеститор „би изисквал“ рискова премия, а не възвръщаемост, от 3,75 % през 2000 г. и 2,07 % през 2004 г.“

след което е представена следната таблица:

Таблица 1

Оценка на рисковата премия, изисквана от CDL съгласно модела CAPM

	Пазарна рискова премия	Бета на Ciudad de la Luz	Рискова премия, изисквана от Ciudad de la Luz
2000 г.	9,49 %	0,395	3,75 %
2004 г.	5,25 %	0,395	2,07 %

С други думи, в представените сведения се твърди, че за CDL $\beta = 0,395$. Това е едно необосновано предположение, което не е подкрепено от стабилни и подлежащи на проверка данни. Освен това, посоченото твърдение трудно може да се съгласува с елементарната логика.

Следват преки цитати от Brealey and Myers, основния референтен източник за представените от LECG сведения.

„... бета е мярка за чувствителността на ценните книжа към движенията на пазара. Ценните книжа с бета над 1,0 проявяват тенденция на усилване на общите движения на пазара. Ценни книжа с бета между 0 и 1,0 проявяват тенденция на движение в същата посока като пазара, но не до същата степен. Разбира се, пазарът е „портфейл, включващ всички ценни книжа“, поради което „средните“ ценни книжа се характеризират с $\beta = 1,0$.“ (глава седма, стр. 174).

С други думи, ценните книжа с по-висока стойност на бета са по-неустойчиви и затова са по-рискови.

Инвестицията в CDL е поне толкова рискова, колкото инвестицията в утвърдените конкуренти на компанията, характеризиращи се със стойности на бета значително над 1 (вж. оценките, направени от KBC Securities и Spezialist für Finanzaktien).

На последно място, по отношение на безрисковия лихвен процент, изглежда прекалено опортюнистично да се използва за база сегашната временна финансова криза, за да се отхвърли избраната от Комисията стойност, съответстваща на безрисковия лихвен процент в периода на инвестиране в CDL.

Допълнение

За да финансира даден проект, инвеститорът трябва да инвестира определен капитал. Този капитал има цена. Това е цената на капитала.

Обикновено има 2 главни източника на капитал:

- Собствен капитал (E)
- Финансов/замен капитал (D)

Сумата от собствения и заемния капитал ни дава общия капитал (C), изразен в евро. Всеки един от тези 2 източника на капитал има определена цена. Ние отбелязваме, че:

- K_e е цената на собствения капитал, изразен в %;
- K_d е цената на финансовия капитал (замен капитал), изразен в %.

Следователно общата цена на капитала е среднопретеглена цена на капитала (WACC), при определянето на която се взема предвид относителният дял на собствения капитал и относителният дял на заемния капитал. Следователно имаме:

$$WACC = K_e \frac{E}{C} + K_d \frac{D}{C}$$

Обърнете внимание, също така, че K_d и K_e са очакваните, а не историческите цени на финансовия капитал и на собствения капитал.

Вземайки предвид данъчните предимства на дълговото финансиране и означавайки с T данъчната ставка, приложима за CDL, ние имаме:

$$WACC = K_e \frac{E}{C} + K_d \frac{D}{C} (1 - T)$$

В конкретния случай на CDL, в бизнес плана от 2000 г. не се споменава за никакъв заеман капитал. Тъй като проектът се финансира изцяло със собствен капитал, в сила е следното:

$$WACC = K_e$$

ПРИЛОЖЕНИЕ II

[адаптирано от документа от март 2010 г.]

Отговор на представените сведения от 19 октомври 2009 г., изготвени от LECG

Отговорът от консултантската компания LECG на анализа на Комисията е фокусиран върху четири въпроса:

1) Твърдението за погрешно използване на модела CAPM.

LECG приема, че базиранят на CAPM анализ е правилният подход, но поставя под съмнение стойностите на параметрите, използвани от DG COMP. По-конкретно, LECG твърди, че:

— е трябвало премията за собствения капитал да е по-малка;

— стойностите на бета също е трябвало да бъдат по-малки.

2) При определяне на подходяща база за сравнение Комисията не е трябвало да се ограничава само с бизнес плана на Consultia IT, а е трябвало също така да използва и бизнес плана от 2000 г. на Arthur Andersen.

3) Комисията не е използвала подходящите финансови съотношения за оценка на очакваната рентабилност на проекта CDL.

4) Освен това, Комисията не е взела предвид очакваните приходи вследствие на разработването на хотели и офисни сгради.

1. Параметрите на CAPM**1.1. Премия за собствения капитал**

LECG поставя под съмнение избора на базирания на Fernández (2004 г.) вариант с използване на исторически данни за премията при оценка на пазарната рискова премия в Испания за 2000 г. и 2004 г. Вместо това LECG предлага да се използва информацията, съдържаща се в по-късна публикация на същия автор ⁽¹⁾.

Както ще видите по-долу, тази публикация е цитирана много селективно в доклада на LECG.

В доклада на LECG се отстоява позицията, че вместо историческата премия за собствения капитал трябва да се използва необходимата премия върху собствения капитал. Fernández (2009 г.) обаче заявява следното:

„Лесно е да се заключи, че няма общоприета оценка за размера на премията за собствения капитал или общ метод за изчисляването ѝ. [...]

Препоръките относно премията за собствения капитал, взети от 150 учебника по финанси и оценка, публикувани между 1979 г. и 2009 г., варират от 3 % до 10 %. В няколко книги са използвани различни премии за собствения капитал на различни страници, а в повечето книги не се прави разлика между четирите различни понятия, които се обозначават с фразата „премия за собствения капитал“: историческа премия за собствения капитал, очаквана премия за собствения капитал, изисквана премия за собствения капитал и подразбираща се премия за собствения капитал. [...]

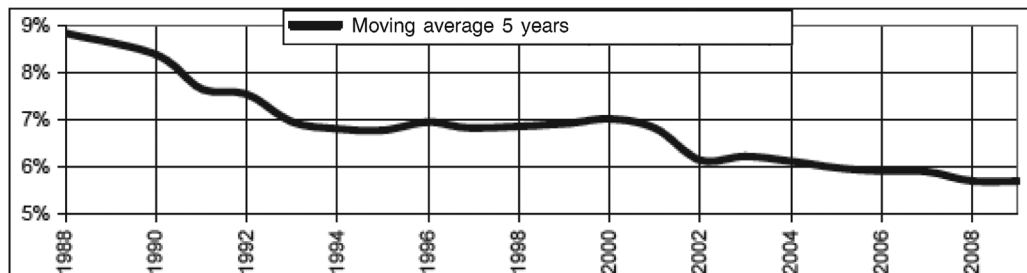
В 129 от учебниците очаквана и изискваната премия за собствения капитал се считат за синоними, а в 82 от учебниците не се прави разлика между очаквана и историческа премия за собствения капитал.“

Освен това, по отношение на конкретната стойност, в проучването на LECG се предлага да се използва премия за собствения капитал, която неотдавна е била посочена от Fernández (2009 г.). Fernández предлага да се използва изисквана премия за собствения капитал (REP), варираща между 3,8 % и 4,3 %. Съществуват две причини, поради които този интервал не е валиден за нашите цели. На първо място, той страда от вътрешни ограничения, тъй като е субективна оценка, която се дава от отделно лице. Трябва да се отбележи, че Fernández посочва също така и средна стойност, получена на базата на 150 учебника (виж графиката по-долу). На второ място, и което е най-важно, предложението да се използва стойност 3,8 %—4,3 % е оценка на текущата премия върху собствения капитал, а не на преобладаващата през 2000 г. и 2004 г. премия. Стойностите на параметрите за използване в модела CAPM трябва

⁽¹⁾ Pablo Fernández (2009): *Премията за собствения капитал в 150 учебника*. Работен доклад за IESE Business School.

да са актуални към датата на бизнес решението (т.е., *ex-ante*, а не *ex-post*). С други думи, приложимата премия за собствения капитал е тази, която е преобладавала през 2000 г. (или 2004 г.), а не през 2009 г. Във връзка с този въпрос, в публикацията на Fernández (2009 г.) *действително* са посочени консенсусни оценки за стойността на REP през 2000 г. и 2004 г. По-специално, стойността на REP за 2004 г. е над 6 %, докато стойността за 2000 г. е около 7 %. Нашата оценка преди тази публикация да стане публично достъпна е била правилна и е била в посочения интервал, т.е. 6,8 %.

„Следващата графика показва еволюцията на плаващата средната стойност на изискваната премия за собствения капитал (REP) (през последните 5 години), използвана или препоръчана в 150 учебника по финанси или оценка.“



Плаваща средна стойност, 5 години

1.2. Бета

Що се отнася до бета, в доклада на LECG се изразява съмнение относно използването на стойности, посочени от частни компании, които са специализирани в извършването на оценки. По-долу сме посочили линкове към анализите, на които се позоваваме:

Carrere (използваната от нас информация е на стр. 5 от посочения по-долу доклад):

http://www.carreregroup.com/fr/documents/financials/Etude_Financiere_13062001.pdf

Studio Babelsberg (виж стр. 10):

http://www.studiobabelsberg.com/uploads/media/Studio_Babelsberg__14May08.pdf

По наше мнение, точно това е мястото, където един частен инвеститор би потърсил информация, за да установи *ex-ante* стойността на бета. Тези анализатори имат специализирани умения да дават оценка на *ex-ante* стойности.

В двете проучвания са посочени стойности на бета за определени близки конкуренти на Ciudad de la Luz.

Pablo Fernández – авторът, който често, но селективно е цитиран в анализа на LECG, има много публикации, показващи че историческите стойности на бета (като предложените от LECG) са почти лишени от смисъл.

В неговата публикация „Представяват ли нещо изчислените бети?“ (работен доклад за IESE Business School), Pablo Fernández (2008 г.) представя силни аргументи срещу използването на изчислени стойности на бета в оценки:

„Ние показваме, че в общия случай е огромна грешка да се използва историческа бета като заместител на очакваната бета. На първо място, защото е почти невъзможно да се изчисли бета, която има смисъл, тъй като има резки промени на историческите бети всеки ден; на второ място, защото много често ние не можем да кажем с достатъчна статистическа достоверност, че бета за една компания е по-малка или по-голяма от бета за друга компания; на трето място, тъй като историческите бети нямат много смисъл в много случаи: високорискови компании много често имат по-малки исторически бети от нискорискови компании; на четвърто място, тъй като историческите бети зависят в голяма степен от избора на индекс за калкулирането им. [...] ⁽¹⁾“ (подчертаването е от нас)

Третият аргумент по-горе, изложен от Fernández (2008 г.), също служи да покаже, че посочените от LECG бети не може да са правилни. Наистина Fernández изказва твърдението, че високорисковите компании са с високи стойности на бета. Това е много интуитивно: изискваната възвръщаемост за високорискови проекти (каквото е CDL) би трябвало да е по-голяма от възвръщаемостта за диверсифициран портфейл (напр. IBEX 35).

⁽¹⁾ Damodaran (Damodaran, Aswath (1994), Damodaran on Valuation. New York: John Wiley and Sons) също посочва това, като изчислява бета за Disney. С данни за отделните дни той получава 1,33; 1,38 с данните за всяка седмица; 1,13 с данните за всеки месец; 0,44 с данните за тримесечие; и 0,77 с годишните данни. При 3-годишен период получава 1,04; 1,13 при 5-годишен период; и 1,18 при 10-годишен период. Освен това бета зависи и от използвания референтен индекс; така се получава 0,99 за Dow 30; 1,13 за S&P 500 и 1,05 за Wilshire 5000.

В друга публикация, фокусирана върху Испания („Относно нестабилността на бетите: Случаят с Испания“, 2008, работен доклад за IESE Business School) Pablo Fernández показва отново, че използването на бети, изчислени на базата на исторически данни с цел изчисляване на изискваната възвръщаемост за собствения капитал, представлява сериозна грешка.

„Това е погрешно поради седем причини:

1. защото бетите, изчислени на базата на исторически данни, се променят чувствително от ден на ден.
2. защото изчислените бети зависят в голяма степен от фондовия индекс, използван във всеки конкретен случай като референтна информация за пазара.
3. защото изчислените бети зависят в голяма степен от продължителността на историческия период (5 години, 3 години, ...), използван за тяхното изчисляване.
4. защото изчислените бети зависят от това какви възвръщаемости (месечни, годишни, ...) се използват за тяхното изчисляване.
5. защото много често ние не знаем дали бета на дадена компания е по-ниска или по-висока от бета на друга компания.
6. защото изчислените бети са слабо корелирани с възвръщаемостите на инвестициите в акции.
7. защото коефициентите на корелация (и R²) на регресиите, използвани за изчисляване на бетите, са много малки.“

В публикацията са дадени многобройни примери в подкрепа на всичките седем твърдения.

2. Приложимата времева рамка

В предишния ни анализ ние използвахме 2004 година като базова за изчисляване на NPV, тъй като по това време е поет ангажиментът за цялата инвестиция от 199,4 милиона евро. Ние обаче можем лесно да повторим същия наш анализ и за 2000 година. Получената стойност на WACC ще е по-висока от тази през 2004 ⁽¹⁾ поради по-високата пазарна рискова премия (която, според събраната от Fernández информация, трябва да е около 7 % - вж. раздел 1.1) и по-високия безрисков лихвен процент (възлизаш на 5,53 % за Испания през 2000 ⁽²⁾). Следователно вътрешна норма на възвръщаемост от 8,84 % и в този случай би била много ниска от цената на капитала (по-точно: WACC = 5,53 % + 1,59 * 7 % = 16,66 %).

Може да се направи и следваща стъпка и да се изчисли NPV за проекта през 2000 г. Вземайки предвид всички възражения, на които ние обърнахме внимание в предишния анализ (т.е., използването на номинална стойност на паричните потоци и на параметрите при изчисляване на крайната стойност, с изключение, разбира се, на WACC), ние получаваме следната отрицателна NPV:

	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	NPV
Паричен поток	- 46 479	- 69 719	9 005	12 616	6 930	7 710	68 698	
Дисконт-ов процент	1	$1/(1 + \text{WACC})$	$1/(1 + \text{WACC})^2$	$1/(1 + \text{WACC})^3$	$1/(1 + \text{WACC})^4$	$1/(1 + \text{WACC})^5$	$1/(1 + \text{WACC})^6$	
16,66 %	1	0,8572	0,7348	0,6298	0,5399	0,4628	0,3967	
Дисконт-иран паричен поток	- 46 479	- 59 762,56	6 616,67	7 946,13	3 741,50	3 568,16	27 252,87	- 57 116,22

⁽¹⁾ Според нашите изчисления, WACC през 2004 г. е 14,91, определен на базата на безрисков лихвен процент 4,1 % и пазарна рискова премия 6,8.

⁽²⁾ Вж. статистическите данни на ОИСП.

3. Финансови съотношения

Докладът на LECG се съгласява с нашето мнение, че CAPM е правилният инструмент за оценка на *ex-ante* цената на капитала. Освен това, докладът не представя никакви аргументи за оборване на използването на ROCE като приблизителен заместител на WACC. По тази причина не е необходимо да повтаряме разсъжденията, които вече изложихме в предишната бележка. Може би си заслужава обаче да припомним защо ROCE е най-подходящото съотношение. Тъй като икономическата рентабилност на дадена компания се определя *ex-post* чрез разликата между възвръщаемостта на вложения капитал и цената на капитала, отгук интуитивно следва, че ако за определяне на изискваната от инвеститорите минимална възвръщаемост трябва да се посочи ориентир за сравнение на базата на данни за конкурентите от минали периоди, тогава подходящ приблизителен заместител би била средната стойност на ROCE за съответния сектор.

4. Разширяване на инвестицията с цел разработване на хотели и офисни сгради

Твърденията в тази точка са базирани на нови доказателства, а именно шест оценъчни доклада за земята. Предварително бихме отбелязали, че тези доказателства са представени *ex-post* и по тази причина не са били част от информацията, с която са разполагали потенциалните инвеститори по това време ⁽¹⁾. На второ място ние отбелязваме, че в доклада на Arthur Andersen само се споменава възможността за изграждане на хотелски комплекс (във фаза III) и определени офисни сгради (във фаза IV). В доклада се съдържат разчети за разходите за разработване на хотели и офиси, но няма никакви данни за свързаните с тях приходи. Следователно липсва информацията, необходима за оценка на рентабилността на застрояването на терена. В действителност не е представен никакъв бизнес план за разработването на фази III и IV. В бизнес плана на Consultia IT само индиректно се споменава за хотели при посочването на допълнителните услуги, а за офиси дори изобщо не се споменава. Освен това тези дейности изобщо не се разглеждат в раздела за икономически и финансови прогнози. С други думи, на нито един етап един частен инвеститор не би разполагал с бизнес план за застрояването на терена. Това показва, че *ex-ante* оценката на проекта трябва да се базира единствено на бизнес плана за филмовите студия. Действително всички относими доказателства показват, че застрояването на терена не е било част от първоначалния бизнес план. Фактически, в представените от LECG сведения през април 2008 г. еднозначно е посочено в раздел 5 (Експлоатационната стойност на хотелския комплекс и търговската част в Ciudad de la Luz), че детайлите на инвестицията в обслужващия комплекс (хотели и търговска част) не са анализирани в нито един от двата бизнес плана, защото i) горепосочените обслужващи обекти при всички случаи ще бъдат изградени след студиото и ii) рентабилността на студиото е достатъчно висока и по тази причина не е било необходимо да се анализират по това време допълнителните парични потоци, които биха се генерирали от Ciudad de la Luz.

Единствената информация, отнасяща се до оценката на земята, е представена в офертите, получени от Ciudad de la Luz през 2005 г. за изграждането и експлоатацията на хотели и търговска част, които са включени в горепосочения раздел 5. Това представлява оценка, направена от пазара в период от време, съвпадащ с времето на вземане на инвестиционното решение – период, характеризиращ се предимно с бум в сектора на недвижимите имоти. Както ще бъде обяснено в следващия раздел, оценките на EUROVAL не дават правилен ориентир за цената на парцелите земя.

За целите на изчисляването на NPV след включването на това допълнително разработване на терена е възможно да се използва цената, определена от пазара (фактът, че тя е сравнително ниска, както признават испанците, наистина е доказателство, че такова строителство върху терена не е изглеждало много привлекателно за частните инвеститори).

В следващата таблица са показани изчисленията за NPV след включване и на застрояването на терена, на базата на офертите, които действително са направени през 2005 г. (560 000 евро на година, като стойността е коригирана с отчитане на инфлацията, както е посочено от LECG). Ясно се вижда, че NPV остава отрицателна.

	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.
Паричен поток	- 884	- 1 792	- 2 601	- 118 177	- 55 813	- 25 088	4 462
IPC хотели				1,000	1,021	1,042	1,064
Хотели				560	572	584	596
Общо	- 884	- 1 792	- 2 601	- 117 617	- 55 241	- 24 504	5 058
Дисконтов процент	$(1 + \text{WACC})^2$	$1 + \text{WACC}$	1	$1/(1 + \text{WACC})$	$1/(1 + \text{WACC})^2$	$1/(1 + \text{WACC})^3$	$1/(1 + \text{WACC})^4$

⁽¹⁾ В доклада на LECG от 25 април 2008 г. се следва същата линия, тъй като в самото начало (началото на раздел 2.1) се посочва, че съответният въпрос за прилагането на MEIP е „При информацията, която е била налична към момента на извършване инвестицията, предлагал ли е проектът достатъчна рентабилност, за да накара даден частен инвеститор да реши да направи и тази инвестиция? [...] Решението за инвестиране трябва да се анализира в *ex-ante* перспектива.“

	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.
14,91 %	1,3204	1,1491	1,0000	0,8702	0,7573	0,6591	0,5735
Дисконтиран паричен поток	- 1 167,26	- 2 059,19	- 2 601,00	- 102 355,76	- 41 835,77	- 16 149,82	2 901,01

2009 г.	2010г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	NPV
5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	80 447	
1,087	1,110	1,133	1,157	1,181	1,206	
609	621	634	648	661	9 401	
6 135	7 182	7 476	8 705	8 968	89 848	
$\frac{1}{(1 + WACC)^5}$	$\frac{1}{(1 + WACC)^6}$	$\frac{1}{(1 + WACC)^7}$	$\frac{1}{(1 + WACC)^8}$	$\frac{1}{(1 + WACC)^9}$	$\frac{1}{(1 + WACC)^{10}}$	
0,4991	0,4344	0,3780	0,3290	0,2863	0,2491	
3 061,91	3 119,74	2 826,09	2 863,46	2 567,38	22 383,73	- 126 445,48

Euroval е изготвил поредица от доклади за оценка на земята. Тези доклади са възложени от Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana – инвеститора в Ciudad de la Luz (CDL). Докладите имат претенции да представят обективна оценка за земята, която би се използвала за изграждане на хотели и офис сгради в комплекса CDL. Дадени са оценки за 2000 г., 2002 г. и 2009 г. За всяка от тези години е направена оценка на два парцела земя: един парцел, предназначен за разработване на хотелски комплекс, и друг парцел за офис сгради, което прави общо 6 оценъчни доклада.

Тъй като в докладите в общи линии са прилагани едни и същи методологии, някои от нашите коментари са с общ характер. Навсякъде, където се споменава за специфични твърдения, е посочен и съответният доклад.

В тази докладна записка са описани ограниченията на гореспомнатите доклади и е направено заключение, че представените там оценки са недостоверни. Освен това, в докладната записка е отбелязано, че оценъчният доклад е несъвместим с някои от твърденията в документите, представени от испанските органи преди това. На последно място, докладната записка посочва какъв вид доказателства са могли да бъдат използвани за получаване на оценка за стойността на земята.

4.1. Докладите

Както може да се види, нито един от тези доклади не е подписан или подпечатан от Euroval, т.е. няма никакви доказателства, че горепосочената организация е поела отговорност за оценките.

Испанските органи заявяват, че докладите за оценка на земята, изготвени през 2000 г. и 2002 г., не отговарят на изискванията на министерско постановление ESO 805/2003 относно оценката на сгради, „тъй като тяхната цел е различна от приложното поле на това постановление“ (напр. стр. 3 на доклада за оценката от 2000 г. за офис сградите). Не е обяснено защо горепосоченото министерско постановление е неприложимо. Горепосоченото министерско постановление е посочено също така и във връзка със закон 6/1998 относно оценката на земята (стр. 13 от горепосочения доклад). Твърди се, че тъй като това е оценка за изминала година (2000 г.), направена по-късно през 2002 г., „действащият технически екип е свободен да приложи такива корекции и хипотези при изчисленията, каквито счита за най-подходящи за преследваната цел“. Тези „корекции“ и „хипотези“ обаче не са разяснени. Освен това, не е ясно защо съществуващият закон не може да се приложи, особено по отношение на оценката на земята. Не е обяснено и защо не са приложени действащите към момента закони.

Докладът, представящ сегашната (2009 г.) оценка на парцела, определен за офис сгради, съдържа едно още неизяснено твърдение. Твърди се, че методите на оценка, приложими съгласно действащото към момента законодателство, може да бъдат адаптирани, защото: „тъй като целта на оценката е непарична вноска на разглежданата дата, действащият технически екип е свободен да приложи такива корекции и хипотези при изчисленията, каквито счита

за най-подходящи за преследваната цел“. С други думи, тъй като оценката няма да доведе до парична сделка, методите за оценка, който следва да се приложат съгласно закона, може да се променят. По-точно казано, тъй като не става дума реални пари/реална сделка, техническият екип признава, че счита за възможно да прави корекции, които според него са уместни за „преследваната цел“.

Затова не е изненадващо, че Euroval не са потвърдили официално с подписа си нито един от шестте доклада.

4.1а Доклади, отнасящи се до изграждането на офис сгради (парцел NNT)

В докладите е трябвало също така да бъде обяснено по-ясно какво влече със себе си квалификацията „използване в сектора на услугите“.

Най-фрапантното ограничение на тези доклади е начинът, по който те определят референтните цени за офисни помещения в комплекса Ciudad de la Luz. На стр. 18 от доклада от 2000 г. има списък с девет сделки, като е посочена и цената, платена на квадратен метър. Тези сделки са извършени между декември 1999 г. и септември 2000 г., като средната цена, платена при тях е 1 111,7 евро на квадратен метър. Точно тази стойност е взета като референтна за офисните помещения в комплекса Ciudad de la Luz.

Комплексът Ciudad de la Luz е разположен извън град Аликанте, до промишлен комплекс (*polígono industrial*). За разлика от него, горепосочените девет сделки са свързани с офиси (със средна площ 115,26 квадратни метра), разположени на най-престижните бизнес улици в Аликанте. Използването на тези сделки за определяне на референтна цена за офиси с площ 66 576,54 m², които следва да бъдат изградени в Ciudad de la Luz, просто е непонятно.

Докладът използва испанския индекс на потребителските цени (CPI - Índice de Precios al Consumo, IPC) за дефлация на текущите стойности. В частност IPC е използван за дефлация на текущата оценка на земята назад до 2000 г. (стр. 24). Ние отбелязваме, че както показва самото наименование, CPI/IPC не обхваща инфлацията на цените на активите. Индексът се изчислява на базата на кошница от потребителски стоки. Използването на CPI/IPC за дефлация на стойността на земята и/или на стойностите на недвижимите имоти съвсем не безопасно, поради обяснените по-долу причини.

Както е добре известно, Испания преживя бум на жилищното строителство, който продължи над 10 години (като в значителна степен сегашните макроикономически проблеми са свързани с този „балон“). Вследствие на това цените на земята са се повишавали много по-бързо от общия CPI.

Според статистическите данни, събрани от Министерството на жилищното строителство на Испания (Ministerio de Vivienda, <http://www.mviv.es/es/>), цените на жилищните площи в провинция Аликанте са се увеличили със 122,2 % в периода от първото тримесечие на 2000 г. до третото тримесечие на 2009 г. (избран е този период от време, тъй като съответства на периода, използван в доклада на Euroval от 2000 г.: от януари 2000 г. до август 2009 г.). Един бегъл поглед върху данните за динамиката на цените на жилищата показва, че нарастването на цените е било най-бързо в началото на разглеждания период.

Същият статистически източник предоставя данни и за цените на земята: за съжаление периодът, за който са представени данни, започва от 2004 г. Средната цена на квадратен метър в градските зони на провинция Аликанте е 234,3 евро/m² през първото тримесечие на 2004 г. Съответната стойност за общините в провинция Аликанте с население над 50 000 жители е била 464,9 евро/m² през първото тримесечие на 2004 г.

Тъй като цената на земята, която може да бъде използвана за застрояване в урбанизирани зони, е в тясна корелация с цените на жилищните имоти, може да се получи приближение за дефлатора за цените на земята в периода между първо тримесечие на 2000 г. и четвърто тримесечие на 2003 г. преглеждайки инфлацията на цените на жилищата през същия период. Според испанското министерство на жилищното строителство, цените на жилища в провинция Аликанте са се увеличили с 80,1 % в периода между първо тримесечие на 2000 г. и третото тримесечие на 2003 г.

Следователно, независимо дали е въз основа на средната цена на земята за цялата провинция (234 евро/m² през първото тримесечие на 2004 г.) или за големите общини (464,9 евро/m² през първото тримесечие), прилагането на дефлатор от този порядък (+/- 80 %) би дало цени на земята през първо тримесечие на 2000 г., които са много по-ниски от посочените в доклада на Euroval.

По отношение на еволюцията на цените заслужава също така да се отбележи, че докладите си противоречат взаимно. Както е посочено по-горе, на стр. 18 от доклада от 2000 г. има списък с девет сделки, като е посочена и цената, платена на квадратен метър. Тези сделки са извършени между декември 1999 г. и септември 2000 г., като средната цена, платена при тях е 1 111,7 евро на квадратен метър. Точно тази стойност е взета като референтна за офисните помещения в комплекса Ciudad de la Luz.

Докладът от 2009 г. следва същата методология. На стр. 18 има списък със седем сделки, сключени между април 2007 г. и декември 2008 г. Средната стойност е 2 736,22 евро на квадратен метър. Така докладът от 2009 г. дава очебийно доказателство, че инфлацията в сектора на недвижимите имоти е била доста над 33,5 % – стойността, използвана в доклада от 2000 г. Сравнявайки двата доклада, ние получаваме инфлация от 146,1 %. Това съответства на докладите на Министерството на жилищното строителство: между първото тримесечие на 2000 г. и второто тримесечие на 2008 г. (периода, в който са сключени повечето сделки, посочени в доклада от 2009 г.), цените на жилищата в провинция Аликанте са се увеличили със 152,1 %.

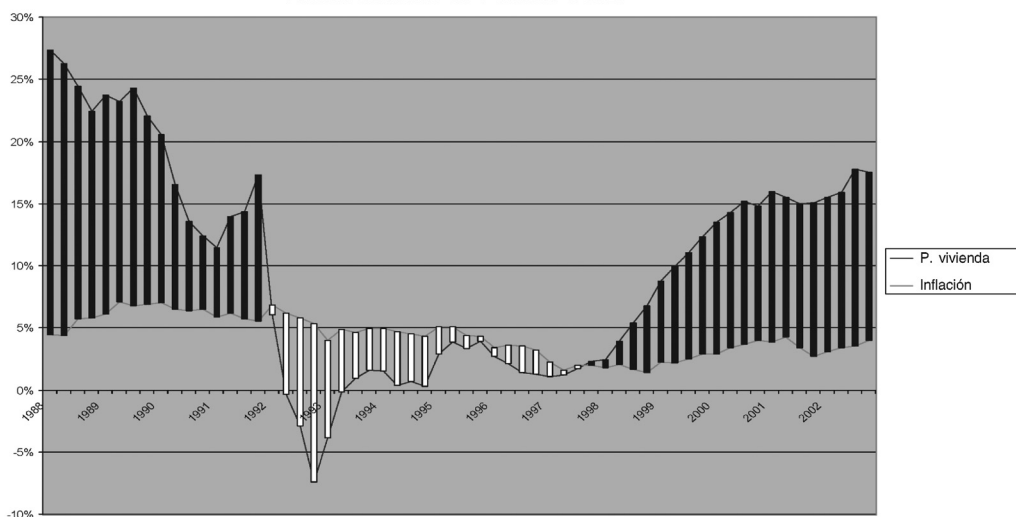
Фактът, че данните от доклада от 2009 г. са дефлирани с 15 % за определяне на настоящите цени, не променя общата картина по отношение на съответните величини.

Впрочем, бихме желали да повторим, че използването на цени за малки офиси в центъра на Аликанте като база за оценка на цените в комплекса Ciudad de la Luz е непонятно.

Трябва да се вземат предвид и още два коментара. На първо място, в периоди на бум в сектора на недвижимите имоти, цената на земята обикновено се повишава по-бързо от цените на готовите жилища. Във всеки случай, индексът на цените на жилища отразява в по-слаба степен инфлацията на цената на земята. На второ място, средната цена на земята в големите общини вероятно не е представителна за цените на земята в райони, като този на CDL. Действително повечето от данните, използвани за определяне на тази средна цена, се отнасят за зони, разположени в градовете или в непосредствена близост до тях (напр. предградия „urbanizaciones“); CDL е разположен в извънградска зона с малко (или никакви) жилищни сгради.

На последно място, инфлацията на цените на жилища се илюстрира от материала, използван за обучение на студенти от втори курс в Universidad Carlos III de Madrid, който може да бъде намерен на: <http://www.eco.uc3m.es/~ricmoga/ee/>, materiales, Tema I, слайд 67 (показан по-долу). Това доказателство под формата на графика е допълнително потвърждение на факта, че цените на жилищата са нараствали много по-бързо от CPI/ICP.

Gráfico 20. Crecimiento nominal de los precios de la vivienda e inflación.
Fuente: Ministerio de Fomento e INE.



Първоначален източник: LA VIVIENDA EN ESPAÑA: DESGRAVACIONES, BURBUJAS Y OTRAS HISTORIAS, José García Montalvo.

Във всички доклади аргументите, използвани да се покаже, че разходите за застрояване на земята са нулеви, са доста слаби, вземайки предвид, че ще трябва да се направят някакви допълнителни разходи.

На последно място, в случая с офисния комплекс (NNT), разликите от 35 % (2002 г.) или над 50 % (2000 г.) между стойностите, получени по двата метода на оценка (метода на динамичната остатъчна стойност и увеличаването на CPI) са показателни за силно спекулативния характер на този анализ.

4.16 Доклади относно оценката на терена, определен за хотелски комплекс (парцел NNN)

Докладите от 2000 г. и 2002 г. за втория парцел ('NNH') страдат от същите ограничения (напр. използването на неподходящ дефлатор, липса на обяснение за неизползването на установените в испанското законодателство оценъчни методи и др.). Както бе споменато по-горе, нито един от тези доклади не е подписан или подпечатан.

Въпреки това, някои допълнителни коментари са уместни. В докладите от 2000 г. и 2002 г. с помощта на средни цени са определени референтни цени за хотелските стаи. Източникът обаче не е посочен, а също така не е ясно дали данните се отнасят за провинция Аликанте (доклад от 2002 г.).

Получени са средни стойности от 44,95 евро/нощ в доклада от 2000 г. и 47,65 евро/нощ в доклада от 2002 г. Въпреки че не е посочен източникът, на който се основават тези стойности, те не противоречат на предишни данни.

За разлика от това, в доклада от 2009 г., за да се определи референтна цена е представен списък с 6 хотела с добро местоположение, всички от които са 4 или 5-звездни. Установената референтна цена е 104 евро/нощ. Не е дадено обяснение защо методологията, използвана за определяне на референтните цени, е различна от тази, използвана в докладите от 2000 г. и 2002 г.

Още по-важно е това, че трудно може да се разбере защо фокусът е върху 4 и 5-звездни хотели. Съществуват ли някакви индикации, че ще има търсене на 4 и 5-звездни хотели извън Аликанте, разположени до магистрала и „poligono industrial“?

В същия ред на разсъждения, доста показателен е фактът, че е пропуснат единственият хотел, който е близко разположен до CDL. Това е хотел IBIS, чиито цени са от 49 евро на нощ за лятото на 2010 г. (<http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml>, справка е направена на 24 февруари 2010 г.). Доказателство за това са и луксозните апартаменти до игрището за голф, (разположени сравнително близо до CDL), цената на които е била 80 евро на нощ през август 2010 г. (в пиковия сезон, виж http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, справка е направена на 24 февруари 2010 г.).

В доклада от 2009 г. за парцела NNN също се съдържат някои изненадващи твърдения. В началото е приятна изненада да се установи, че методът за извършване на оценка е в съответствие със закона (текстът на стр. 13 гласи: „Методологията е базирана на критериите, определени в министерско постановление ECO 805/2003 относно оценката на недвижими имоти и закон 6/1998 от 13 април 1998 г. относно оценката на земя, като целта на оценката е да се установи цената към сегашна дата.“ На стр. 25, обаче, става ясно, че въпреки това оценъчният доклад *не отговаря* на искванията на министерското постановление: „В съответствие с член 6, параграф 1, буква б) от постановление ECO 805/2003 от март 2003 г. относно правилата за оценка на недвижими имоти ние желаем да отбележим, че този оценъчен доклад не отговаря формално на това постановление, тъй като неговата цел е различна от приложното поле на това постановление“ („por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma“).

Интересно е също така да се отбележи, че има огромна разлика между оценките за квадратен метър за двата парцела (NNH и NNT). Не се отрича фактът, че предвиденият начин на използване (съответно офиси и хотели) може да обясни до някаква степен разликата, но въпреки това несъответствието е необичайно голямо. За хотелите стойностите варират от 144,12 евро/м² (2000 г.) до 188,35 евро/м² през 2009 г. За офис сградите съответните стойности варират от 491,64 евро/м² (2000 г.) до 800 евро/м² през 2009 г. Какво може да обясни тази значителна разлика в еволюцията (инфлацията) на цените за тези два терена, разположени един до друг? Как е възможно да се обясни тази разлика от над 300 %?

Трябва ли да направим заключение, че това се дължи на факта, че използваната методология за оценка на парцела, предвиден за хотели, е по-близо до стандартите, определени от закона? Или това се дължи на по-голямата прозрачност на цените за нощувка в хотелите?

Освен това се твърди, че променливите разходи представляват 50 % от приходите (напр. на стр. 18—19 от доклада от 2009 г.). Как се получава оценка с такива големи маржове?

Разходите за строителство са оценени на базата на модул на референтните цени. За докладите от 2000 г. и 2002 г. са използвани правилни данни. За доклада от 2009 г., обаче, са използвани данните от доклада за 2006 г. Защо е така?

4.2. Рискови претии

Ние също отбелязваме, че в докладите се приема фактът, че инвестицията в хотели е по-рискова от инвестицията в офис сгради (напр. на стр. 12 и стр. 26 от доклада от 2000 г.). През цялото време испанските органи са посочвали, че предвиждат изграждането на „хотелски комплекс“.

По подобен начин в доклада е посочено, че дисконтовият процент (*tipo de actualización*) се изразява със следната формула (стр. 16 от доклада от 2000 г.):

i = безрисков лихвен процент + рискова премия

На същата страница в таблица са посочени минималните рискови премии, които трябва да се приложат. Съответните премии надхвърлят *ex-ante* очакваната възвръщаемост на инвестицията в Ciudad de la Luz.

На последно място, рисковата премия, използвана в изчисленията от стр. 21 от доклада от 2000 г. (10 %), е по-ниска от тази, посочена в съответната таблица на стр. 16 (11 %).

4.3. Достоверни оценки

За да получим достоверна оценка за земята е трябвало да бъдат представени оценки на около 2000 различни парцела с подобен размер и местоположение (до индустриалния комплекс Aguas Amargas), предназначени за обекти от „сектора на услугите“ и „хотелски цели“.
