II

(Nezakonodajni akti)

SKLEPI

SKLEP KOMISIJE

z dne 8. maja 2012

o državni pomoči SA.22668 (C 8/08 (ex NN 4/08))

(notificirano pod dokumentarno številko C(2012) 3025)

(Besedilo v španskem jeziku je edino verodostojno)

(Besedilo velja za EGP)

(2013/126/EU)

EVROPSKA KOMISIJA JE –

ob upoštevanju Pogodbe o delovanju Evropske unije, zlasti prvega pododstavka člena 108(2) Pogodbe,

ob upoštevanju Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru, zlasti člena 62(1)(a) Sporazuma,

po pozivu zainteresiranim strankam, naj predložijo svoje pripombe v skladu z navedenimi določbami ([1]), in ob upoštevanju teh pripomb,

ob upoštevanju naslednjega:

I. POSTOPEK

(1) Komisija je 22. februarja 2007 od pritožnika A ([2]) prejela pritožbo v zvezi z državno pomočjo, ki naj bi jo regija Valencija dodelila filmskemu studiu Ciudad de la Luz. Pritožnik A je 15. marca 2007 potrdil, da se njegova pritožba lahko pošlje španskim organom.

(2) Komisija je 10. aprila 2007 pritožbo v celoti poslala španskim organom in od njih zahtevala informacije o domnevni pomoči. Komisija pred tem ni prejela nobene priglasitve ukrepov za odobritev državne pomoči za filmsko produkcijo v Valenciji.

(3) Španski organi so 18. aprila 2007 prosili za podaljšanje roka (odobreno 24. aprila), 15. junija 2007 pa so odgovorili na zahtevo Komisije za informacije.

(4) Pritožnik A je 30. aprila 2007 navedel povezave na članke, objavljene v reviji *Variety*, ki naj bi domnevno omenjali subvencije za produkcijo filmov v Valenciji in potrjevali, da Ciudad de la Luz privablja visokoproračunske filmske produkcije ([3]).

(5) Komisija je 13. julija 2007 od španskih organov zahtevala dodatne informacije. Španski organi so 18. julija 2007 prosili za podaljšanje roka (odobreno 19. julija), 8. oktobra 2007 pa so odgovorili na zahtevo Komisije po informacijah.

(6) Komisija je 15. julija 2007 prejela pritožbo od pritožnika B ([4]). Z dovoljenjem pritožnika jo je 2. avgusta 2007 poslala španskim organom.

(7) Komisija je v pismu z dne 13. februarja 2008 Španijo obvestila o svoji odločitvi, da v zvezi s pomočjo začne postopek iz člena 108(2) Pogodbe o delovanju Evropske unije. Španija je odgovorila 28. aprila 2008.

(8) Sklep Komisije o uvedbi postopka je bil objavljen v *Uradnem listu Evropske unije* ([5]). Komisija je zainteresirane strani povabila, naj predložijo svoje pripombe v zvezi s pomočjo.

([1]) UL C 134, 31.5.2008, str. 21.

([2]) Pritožnik A je večji evropski filmski studio. Prosil je, naj njegova identiteta ne bo javno objavljena.

([3]) „New Valencia studio offers film rebates“ http://www.variety.com/article/VR1117958591.html?categoryid=19&cs=1; „Polanski's Pompeii takes shape“http://www.variety.com/article/VR1117963040?refcatid=19&printerfriendly=true

([4]) Pritožnik B je večji subjekt v evropskem filmskem sektorju. Tudi ta je prosil, naj njegova identiteta ne bo javno objavljena.

([5]) Glej opombo 1.

(9) Komisija je od zainteresiranih strani prejela pripombe, ki jih je 3. oktobra 2008 posredovala Španiji. Pripombe španskih organov je prejela 21. novembra 2008 in 29. decembra 2008.

(10) Po sestanku med Komisijo in španskimi organi 11. februarja 2009 je Španija 30. marca 2009 poslala dodatne informacije.

(11) Komisija je 26. avgusta 2009 od Španije še enkrat zahtevala informacije. Španski organi so odgovorili 20. oktobra 2009, 1. februarja 2010 pa so poslali dodatne informacije.

(12) Komisija je 24. maja 2011 od Španije ponovno zahtevala informacije in jo obvestila o imenovanju neodvisnega gospodarskega svetovalca, družbe Ecorys. Španija je odgovorila 7. junija 2011. Komisija ji je odgovorila 22. julija 2011.

(13) Komisija je 1. avgusta 2011 od Španije zadnjič zahtevala informacije in zahtevku priložila poročilo družbe Ecorys. Španija je svoje pripombe k poročilu družbe Ecorys poslala 3. oktobra 2011. Španija je 11. aprila 2012 poslala nadaljnje podatke o javnih naložbah v Ciudad de la Luz SAU.

II. **PODROBEN OPIS**

(14) Ciudad de la Luz je večji filmski studijski kompleks blizu Alicanteja (Valencija). Regionalna vlada Valencije (*Generalitat Valenciana*) je prvo odločitev o vlaganju v projekt Ciudad de la Luz sprejela 24. oktobra 2000.

(15) Družba Ciudad de la Luz SA je bila ustanovljena 2. novembra 2000. Njen namen je bil izvesti potrebne dejavnosti za promocijo, organizacijo in upravljanje kompleksa Ciudad de la Luz, vključno z gradnjo, upravljanjem in obratovanjem avdiovizualnih in kinematografskih objektov ter drugih sorodnih zabavnih in hotelskih dejavnosti.

(16) 75 % prvotnih 600 000 EUR delniškega kapitala družbe Ciudad de la Luz SA je bilo v lasti družbe Parque Temático de Alicante SAU, ki je pozneje postala Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (SPTCV). SPTCV je javni subjekt, ki izvaja naložbene dejavnosti v imenu regionalne vlade Valencije. Preostalih 25 % je pripadalo družbi Producciones Aguamarga SL, zasebni družbi, ki je bila odgovorna za preostala gradbena dela, promocijo Ciudad de la Luz in upravljanje studiev.

(17) Novembra 2001 se je delniški kapital povečal na 9 milijonov EUR, ko je SPTCV kupila dodatne delnice in povečala svojo kapitalsko udeležbo na 98,4 %. SPTCV je svojo udeležbo ponovno povečala februarja 2003 in maja 2004 s podobnimi nakupi novega delniškega kapitala. Producciones Aguamarga je julija 2004 prodala SPTCV svoj 0,2-odstotni delež v Ciudad de la Luz SA [6] (za 139 059 EUR). Odtlej je imela regionalna vlada Valencije prek SPTCV v lasti 100 % delniškega kapitala Ciudad de la Luz SAU. Od takrat je Ciudad de la Luz SAU javna družba v popolni lasti SPTCV ter spada v zvezi z javnimi razpisi in finančnim nadzorom na področje javnega prava. Vendar je družba Producciones Aguamarga še naprej upravljala družbo Ciudad de la Luz.

(18) Kompleks filmskih studiev je začel snemati filme avgusta 2005. Gradnja, namenjena največjim filmskim produkcijam, se je začela leta 2002 in je bila razdeljena na tri faze:

— 1. faza (zaključena): 6 klimatiziranih zvočnih odrov skupne površine 11 000 m^2, pomožni objekti za produkcijo, 15 050 m^2 delavnic/skladišč in 2 zunanji snemalni površini (studia na prostem) skupne površine 14 hektarov.

— 2. faza (zaključena po uvedbi formalnega postopka preiskave): gostinski objekti, upravna zgradba, postprodukcijski laboratorij in tretja zunanja snemalna površina (studio na prostem) površine 5 hektarov z bazenom za snemanje v vodi.

— 2.B faza (dela se še niso začela): velik bazen za snemanje v vodi, ki se spaja s horizontom.

— 3. faza (dela se še niso začela): zvočni oder površine 5 000 m^2 (ki bo največji na svetu), še en studio na prostem in 4 TV-studii.

(19) Studijski kompleks vsebuje tudi univerzo za avdiovizualno produkcijo (film, TV, radio, internet), ki ponuja magistrske programe na vseh področjih produkcije (umetniško področje, tehnični marketing, komunikacije). Prvotni načrti so leta 2000 vsebovali še druge dodatne

[6] S prenosom sredstev dne 7. oktobra 2004 je Ciudad de la Luz SA postala Ciudad de la Luz SAU, družba z enim delničarjem (sociedad anónima unipersonal), ves njen delniški kapital pa je bil v lasti SPTCV.

naložbe v sosednja trgovska središča, hotele in športne komplekse, ki naj bi ustvarjali pozitivne denarne prilive za projekt, vendar do zdaj še niso bili razviti. Čeprav je Generalitat leta 2004 zagotovila potrebna zemljišča in so bili leta 2005 objavljeni razpisi za koncesije za upravljanje teh podjetij, ponudbe niso bile dovolj zanimive in nadaljnjih vlaganj ni bilo.

(20) Nekateri vidiki najsodobnejših objektov postavljajo Ciudad de la Luz daleč pred omejeno število konkurenčnih večjih filmskih studiev v Evropi z vidika zmogljivosti za visokoproračunske filme. Zvočni oder površine 5 000 m^2 v prvotnih načrtih Ciudad de la Luz bi bil na primer največji na svetu ([7]). Komisija ugotavlja, da so veliki zvočni odri zanimivi samo za največje filmske produkcije.

(21) Studio je do pred kratkim upravljala družba Aguamarga Gestión de Estudios SL, ki je delovala kot zastopnica za filmski studio v zameno za plačilo na podlagi večletne pogodbe z delničarjem o upravljanju.

Javne naložbe SPTCV in poslovni načrti za Ciudad de la Luz

(22) Pred začetkom gradbenih del, v letih 1999 in 2000, so svetovalci tretje strani analizirali izvedljivost, obseg in strateške smernice za razvoj Ciudad de la Luz v štirih analizah, ki jih je Španija predložila v formalnem postopku preiskave.

(23) V študijah so raziskane možnosti rasti števila filmskih produkcij ([8]) v primerjavi z alternativnimi lokacijami v regiji Valencija za gradnjo filmskih studiev ([9]), zagotovljena pa sta tudi predhodna analiza ([10]) in poslovni načrt ([11]) za kompleks filmskih studiev. Španski organi so jih predložili šele po prvem sklepu Komisije o začetku formalnega postopka preiskave državne pomoči v zvezi s projektom. Podatki v sklepu o začetku postopka z dne 22. februarja 2008 so bili vzeti iz študije, ki jo je izvedla družba Consultia; španski organi so obvestili Komisijo, da je bila ta pripravljena leta 2002. Po sklepu o začetku postopka je Španija dodatno obvestila Komisijo, da je bila študija pripravljena leta 2004.

(24) Sklepne ugotovitve poslovnega načrta iz leta 2000, ki ga je pripravil Arthur Andersen ([12]), so bile pozitivne, vključno z obeti glede srednje- in dolgoročne donosnosti. Pozitivni denarni tokovi projekta filmskih studiev so bili dokumentirani v petletnem obdobju (2002–2006) po zaključku gradnje studijskih objektov, konferenčne dvorane ter šole za filmske in televizijske tehnike.

(25) Stroški gradnje teh faz so bili ocenjeni na 16,9 milijarde pezet (101,7 milijona EUR). Stroški zemljišč niso bili vključeni in v poslovnem načrtu je navedeno, da se ocene stroškov lahko spreminjajo za +/–30 %. Stroški poznejših faz za dokončanje projekta niso bili ocenjeni.

(26) Na podlagi tega poslovnega načrta je SPTCV od leta 2000 do 2004 izvedla ali naročila naložbe v Ciudad de la Luz s povečanji delniškega kapitala in zemljišči v skupni višini 104 259 759 EUR. Glej podrobnosti v uvodni izjavi 53.

(27) Ker je gradnja trajala dve leti več, kot je bilo pričakovano, ter se je naložbeni načrt spremenil in močno povečal, je Ciudad de la Luz/SPTCV leta 2004 pri družbi Consultia naročila novo študijo in poslovni načrt ([13]). Tudi v študiji družbe Consultia je donosnost projekta ocenjena pozitivno, poslovni načrt za obdobje med letoma 2004 in 2014 pa izkazuje pozitiven donos za naložbe SPTCV do leta 2014 in tudi dolgoročno.

(28) Družba SPTCV je julija 2004 za 139 059 EUR odkupila delež Ciudad de la Luz SA, ki je bil v lasti družbe Producciones Aguamarga SL. Za razliko od SPTCV Producciones Aguamarga SL od prvotne naložbe v višini 150 000 EUR novembra 2000 ni več vlagala v Ciudad de la Luz SA. Zato se je delež Ciudad de la Luz SA v lasti Producciones Aguamarga SL do trenutka, ko ga je odkupila SPTCV, zmanjšal na 0,2 %. Po tej transakciji je bila družba v celoti v javni lasti in je postala Ciudad de la Luz SAU.

([7]) Vir: Članek v *Hollywood Reporterju* „Let there be light“, 31. oktober 2006: http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371.

([8]) Priloga I k odgovoru Španije z dne 28. april 2008: „La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento“ (*Estudios e Investigationes Audiovisuales* – januar 1999).

([9]) Priloga IV k odgovoru Španije z dne 28. april 2008: „Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana – Executive Summary“ (PriceWaterhouseCoopers – 30. januar 2000).

([10]) Priloga II k odgovoru Španije z dne 28. aprila 2008: „Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana – Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto“ (Arthur Andersen – brez datuma).

([11]) Priloga III k odgovoru Španije z dne 28. aprila 2008: „Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana“ (Arthur Andersen – brez datuma).

([12]) Glej opombo 10.

([13]) Priloga VI k odgovoru Španije z dne 28. aprila 2008: „Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004–2014“ (Consultia IT – 7. maj 2004).

(29) Na podlagi spremenjenega delovnega in poslovnega načrta je SPTCV kot edina delničarka zagotovila dve udeležbeni posojili v višini 95 milijonov EUR leta 2005 in 20 milijonov EUR leta 2007. Računovodski izkazi Ciudad de la Luz SAU do 31. decembra 2010, ki so jih predložili španski organi aprila 2012, kažejo, da je SPTCV med letoma 2008 in 2010 vložila skupaj 45 829 840 EUR v zamenljivih podjetniških obveznicah. Kažejo tudi terjatve na račun obresti v korist SPTCV iz udeležbenih posojil iz let 2005 in 2009 v skupni višini 7 222 160 EUR za leti 2009 in 2010. Do 31. decembra 2010 se je poleg tega nabralo 1 814 187 EUR neplačanih obresti za zamenljive podjetniške obveznice. Do konca leta 2010 so tako javna sredstva, ki jih je SPTCV vložila v Ciudad de la Luz, skupaj z neplačanimi obrestmi za dana posojila, obsegala 274 125 946 EUR.

Poslovna strategija in poslovni rezultati Ciudad de la Luz

(30) Cilj Ciudad de la Luz v poslovnem načrtu iz leta 2000 je bil postati kompleks studiev z drugimi največjimi zmogljivostmi v Evropi (za Pinewoodom) in privabiti španske produkcije (film, TV in reklame), poleg tega pa še 16 tujih (EU in ZDA) filmskih produkcij na leto. Skladno z revidiranim poslovnim načrtom iz leta 2004 bi moral biti eden od strateških ciljev Ciudad de la Luz, da postanejo glavne stranke velike filmske in televizijske produkcije.

(31) Po poslovnem načrtu iz leta 2004 so bili glavni mednarodni konkurenti Ciudad de la Luz veliki studii zunaj ZDA, zlasti tisti s podobnimi značilnostmi kot Ciudad de la Luz, in sicer Pinewood-Shepperton (Združeno kraljestvo), Cinecitta (Italija), Barrandov (Češka), Babelsberg (Nemčija), Cinecite Montreal & Lions Gate (Kanada) in Warner Roadshow & Fox (Avstralija).

(32) V prvotnem poslovnem načrtu iz leta 2000 so bile načrtovane tarife za studijske storitve (npr. najem studia na prostem, delavnica) predvidene v mejah tarif, ki jih uporabljajo primerljivi studii v EU (npr. Shepperton in Elstree v Združenem kraljestvu, Babelsberg v Nemčiji). Poslovni načrt, revidiran leta 2004, predstavlja tudi strateški model oblikovanja cen glede na tarife, ki jih uporabljajo mednarodno priznani studii, ki so 15–20 % cenejši od uveljavljenih vodilnih studiev (ZDA in Pinewood UK), vendar pa tudi 50–100 % dražji od studiev EU (Barrandov na Češkem in Babelsberg v Nemčiji).

(33) V praksi se nacionalni in mednarodni cilji poslovne strategije Ciudad de la Luz niso uresničili. Od 33 filmov, posnetih v Ciudad de la Luz od leta 2005 do 2009, je 28 španskih produkcij in samo 5 koprodukcij EU (Grčija, Francija). Razen občasnih svetlih trenutkov, ki so jih prinesle večje evropske koprodukcije, na primer *Asterix na olimpijskih igrah* in v zadnjem času koprodukcija ZDA-Španija, so bili vsi filmi, posneti v Ciudad de la Luz od odprtja avgusta 2005, predvsem španske nacionalne produkcije.

(34) Kljub možnostim, navedenim v poslovnem načrtu iz leta 2004, kjer je bilo navedeno, da bodo leta 2010 doseženi prvi (skromni) pozivni poslovni rezultati, je doslej Ciudad de la Luz poslovala z izgubo. Ciudad de la Luz je do konca leta 2010 ustvarila skupaj 84 milijonov EUR izgube, medtem ko je poslovni načrt iz leta 2004 do istega datuma napovedoval skupni dobiček v višini 12 milijonov EUR. V primerjavi z navedenimi studii Ciudad de la Luz doslej ni pritegnila načrtovanega števila nešpanskih produkcij, rezultati pa ne dosegajo pričakovanj niti glede španskega povpraševanja. Tudi izgube iz poslovanja so večje od pričakovanih.

Razlogi za uvedbo postopka

(35) Komisija je uvedla preiskavo na podlagi pritožbe pritožnika A iz leta 2007 in poznejše pritožbe pritožnika B, ki sta ugledna subjekta v filmskem sektorju v različnih državah članicah. Pritožbi sta navajali nezakonito državno pomoč v obliki javnega financiranja Ciudad de la Luz, zlasti pa v sistemu spodbud za posamezne filme, ki jih je uporabljala Ciudad de la Luz.

(36) Kot je navedeno zgoraj, je bila v času, ko je Komisija februarja 2008 uvedla formalni postopek preiskave, edina podlaga za odločanje o naložbah, ki so jo navedli španski organi, poslovni načrt družbe Consultia, ki naj bi bil izveden leta 2002. Komisija je po predhodni oceni močno dvomila, da bi tržni vlagatelj dejansko vlagal pod enakimi pogoji in v enakem obsegu kot regionalna vlada Valencije.

(37) Komisija ni imela nobenih informacij glede morebitne združljivosti pomoči, ki bi ji omogočile, da bi preverila, ali so bili izpolnjeni pogoji smernic o regionalni pomoči, ki so se v navedenem času (2000–2004) uporabljali za

regijo Valencija. Dvomila je tudi, da bi se lahko uporabljala izjema v zvezi s kulturo iz člena 107(3)(d) Pogodbe, ker Ciudad de la Luz ne spodbuja kulture ali ohranjanja kulturne dediščine, se lahko uporablja za vse vrste avdiovizualnih del, vključno z reklamami, in konkurira drugim operaterjev pri pridobivanju komercialnih produkcij.

(38) Komisija je ugotovila morebitno državno pomoč tudi v sistemu spodbud za snemanje v Ciudad de la Luz in ugotovila, da so upravičenci zadevni filmski producenti. Spodbude za posamezne filme so bile namenjene posameznim dejavnostim na določeni lokaciji na podlagi neznanih meril, zato je videti, da ne izpolnjujejo pravil iz Sporočila Komisije o kinematografiji.

III. PRIPOMBE ZAINTERESIRANIH STRANI

(39) Komisija je prejela pripombe od skupaj desetih zainteresiranih strani. Štiri izmed njih izvajajo dejavnosti filmskih studiev v drugih državah članicah kot je Španija (pritožnik A, pritožnik B, Barrandov Studio in Mediterranean Film Studios Limited); pet jih je dejavnih v španskem filmskem sektorju (Federación de Asociaciones de Productores Audiovisuales Españoles – FAPAE, Associacio de directors de cinema valencians, Empreses audiovisuals valencianes federades – EAVf, združenje Productors audiovisuals valencians and the Sociedad Proyectos Tematicos de la Comunidad Valenciana – SPTCV SAU); ena pa je nacionalni organ za financiranje filma in politiko (UK Film Council).

Pripombe aktivnih filmskih studiev

(40) Pritožnik B v zaupnem sporočilu z dne 25. junija 2008 izraža zaskrbljenost zaradi pomoči, na podlagi katere se je razvila in trenutno posluje Ciudad de la Luz. Pritožnik B ugotavlja, da so ukrepi, ki jih je sprejela Komisija pri začetku postopka, nujni za njegovo družbo in sektor.

(41) Pritožnik B v zaupnem sporočilu z dne 30. junija 2008 svoje pripombe omejuje na podrobno preiskavo štirih vprašanj: (i) stroški financiranja studiev, (ii) pristop k financiranju zagonskih stroškov podjetja, (iii) ocena končne odtujitvene vrednosti in (iv) druge spodbude, ki jih ponuja Ciudad de la Luz. Po njegovem mnenju „bi bilo celo vlaganje v uveljavljen in donosen studio za zasebnega vlagatelja srednje tvegana naložba … Ta ocena temelji na dejstvu, da ima poslovanje studia pogosto visok poslovni vzvod, zato je težko napovedati dobiček kljub zavarovanju poslovanja s premoženjem … Še več negotovosti vnašajo dejavniki, kot je ciklična narava sektorja filmske produkcije.“

(42) Po mnenju pritožnika A bi lahko bilo za uveljavljeni studio primerno tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC) okoli 15 %, čeprav „vlagatelji zasebnega kapitala [pritožnik A] pričakujejo večjo donosnost“. Zasebni vlagatelj bi štel začetek poslovanja studia kot „srednje do visoko tvegan posel in bi zato pričakoval bistveno večjo donosnost naložbe (čeprav bi bil pripravljen počakati nekoliko dlje). Ker imajo družbe, ki začenjajo poslovati, omejene (morebitne) možnosti izposojanja iz konvencionalnih virov, je tehtano povprečje stroškov kapitala družb, ki začenjajo poslovati, po navadi višje zaradi večjih zahtevanih donosov in zaradi pomanjkanja možnosti cenejšega zadolževanja.

(43) Pritožnik A tudi meni, da končna odtujitvena vrednost Ciudad de la Luz, navedena v sklepu o začetku postopka, ni realna. Pravi tudi, da bi bilo za zasebnega vlagatelja nenavadno, da bi bil večkratnik dobička brez obresti in davkov več kakor 12–15 dober približek za vrednotenje.

(44) V zvezi s spodbudami za privabljanje produkcij tudi meni, da je videti, da so družbam za filmsko produkcijo dejansko subvencionirale stroške za zaposlovanje usposobljenega tehničnega in pomožnega osebja, ki naj bi ga bilo v Valenciji premalo. Pritožnik A meni, da spodbude zelo škodljivo vplivajo na konkurenco, ker studii brez takih spodbud težje privabijo filmske produkcije.

(45) Barrandov Studio je v prvotnem sporočilu z dne 25. junija 2008 poudaril, da domnevna pomoč izkrivlja trg in postavlja druge konkurente v slabši položaj, zato je

glede na kompleksnost zadeve zahteval dodatni rok za predložitev nadaljnjih pripomb. Komisija je navedene pripombe prejela 15. septembra 2008. Barrandov Studio potrjuje razloge za pritožbo, ki jih navaja pritožnik A, ter poudarja, da velikost in število zvočnih odrov kažeta, da je Ciudad de la Luz usmerjena v visokoproračunske filme ZDA in ne v španske. Majhna koncentracija filmskih strokovnjakov in infrastrukture v Alicanteju v primerjavi z Madridom ali Barcelono ne potrjuje logične izbire lokacije. Strateško bi vlagatelj v studio delil stranke na lokalne stranke, ki zagotavljajo stabilne prihodke, in tuje stranke, osredotočene na velike tuje produkcije. Ciudad de la Luz zavzema nasprotno strategijo, ki temelji na zagotavljanju studijskih storitev po izredno nizkih cenah, ki ne upoštevajo stroškov ustanovitve. Poleg tega bi glede na negotovost, ki jo povzroča težavno napovedovanje prihodkov v tej panogi čez 3–5 let, zasebni vlagatelj zahteval precej hitrejši donos. Barrandov meni, da to trditev podpira zaupni poslovni načrt, ki prikazuje zadnja vlaganja v nove studie ter je bil sprejet ob predpostavki, da bodo v drugem letu poslovanja doseženi neto zaslužki in da bo obdobje odplačila manj kot 8 let. Barrandov tudi ne vidi razumne razlage za višino dobička (341 milijonov EUR), ki ga do leta 2014 pričakujejo španski organi.

(46) Mediterranean Film Studios Limited se v svojem sporočilu z dne 27. junija 2008 omejuje na bazene, ki jih je objavila Ciudad de la Luz. Pravijo, da so njihovi bazeni edini v Evropi in primerljivi samo z bazeni studia Fox v Baji California (Mehika). Glede na nizko stopnjo zasedenosti bazenov na leto po njihovem mnenju in po mnenju celotne industrije zmogljivosti v Sredozemlju ali Evropi že zadoščajo za snemanje v bazenih.

Pripombe strank, dejavnih v španskem filmskem sektorju

(47) Federacion de asociaciones de productores audiovisuales espanoles (FAPAE) v svojih pripombah z dne 30. junija 2008 meni, da je Ciudad de la Luz povečala konkurenco na trgu velikih produkcijskih objektov ter da želijo pritožniki samo obdržati svoj položaj na trgu in preprečiti vstop konkurentom, ki bi ponudili verodostojne storitve in cene, ki so alternativa studiem, ki obvladujejo evropski trg. FAPAE tudi trdi, da so si studii, kot so Barrandov, Cinecittà, Babelsberg ali Mafilms, ustvarili položaj na trgu in ugled na podlagi javne pomoči v različnih oblikah, vključno z javno udeležbo v delniškem kapitalu. Bolj na splošno FAPAE poudarja, da vzdrževanje kulturne raznolikosti upravičuje močno javno intervencijo v sektorju. Ciudad de la Luz domnevno zlasti španskemu produkcijskemu sektorju zagotavlja zelo izpopolnjene in sodobne storitve v Španiji, ki bi jih sicer morali iskati v tujini po višji ceni. Na trditve, da je Ciudad de la Luz usmerjen na superprodukcije, pa FAPAE odgovarja, da Ciudad de la Luz zelo koristi nizkoproračunskim španskim produkcijam in je osredotočena na nacionalno ali lokalno kulturo, s tem pa prispeva h kulturnim ciljem, določenim v nekdanjem členu 87(3)(d) (zdaj členu 107(3)(d)). Pripombe z dne 21. maja 2008, ki jih je predložilo Empreses audiovisuals valencianes federades (EAVf), in pripombe z dne 16. maja 2008, ki jih je predložilo združenje Productors audiovisuals valencians, so večinoma podobne, včasih celo popolnoma enake pripombam FAPAE.

(48) V pripombah z dne 5. junija 2008 združenje Associaciò de directors de cinema valencians poudarja, da prevladujoč položaj kinematografske industrije ZDA marginalizira evropsko produkcijo z raznovrstnimi domnevno nezakonitimi praksami. Po njihovem mnenju evropske kulturne stvaritve potrebujejo korektivne ukrepe, da bodo lahko konkurirale po enakih pogojih. Združenje trdi, da javni poseg v Ciudad de la Luz popolnoma podpira ta vidik v korist evropski in španski produkciji ter produkciji v Valenciji zaradi varovanja kulturne identitete.

(49) Pripombe Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (100-odstotni lastnik Ciudad de la Luz SAU, ki je sam v lasti Comunidad Valenciana) z dne 23. junija 2008 v bistvu ponavljajo enake trditve in se naslanjajo na dokazila, ki jih navaja Španija. V svojih pripombah zlasti poudarjajo naslednje vidike. Prvič, dejstvo, da je zasebni vlagatelj deloma financiral projekt na začetku leta 2000 na podlagi razpoložljivih študij, priča, da je vlaganje španskih organov sledilo logiki zasebnega vlagatelja. Študiji iz leta 2000 in 2004 sta brez zadržkov zaključili, da je projekt donosen. Drugič, spodbude določenim filmom so ekonomsko utemeljene za novo podjetje in so dodeljene v obliki „sponzorske pogodbe“ v zameno za promocijske dejavnosti, ki povečujejo ugled studiev in hkrati prejemnikom ustvarjajo oglaševalske stroške. Študija, opravljena na tem področju, ocenjuje, da znaša ekonomski donos sponzorskih pogodb za Ciudad de la Luz […] (*) milijonov EUR.

(*) Zaupni podatki so navedeni v besedilu Sklepa […].

Pripombe nacionalnih organov za financiranje filma

(50) UK Film Council v pismu z dne 25. junija 2008 ugotavlja, da je sklep o začetku formalnega postopka preiskave utemeljen.

IV. PRIPOMBE ŠPANIJE

(51) Po uvedbi formalnega postopka preiskave so španski organi navedli, da je prvotna odločitev o vlaganju temeljila na poslovnem načrtu iz leta 2000 in ne na tistem, ki so ga predložili prej. Ta poslovni načrt je bil v študiji, izvedeni leta 2004, in ne leta 2002, kot so španski organi pred tem sporočili Komisiji.

(52) Do študije leta 2004 je bilo v projekt vloženih že več kot 90 milijonov EUR. Zato španski organi trdijo, da sta bili sprejeti dve odločitvi o vlaganjih: ena leta 2000 za prvo fazo projekta in ena leta 2004 za načrtovano širitev.

(53) Razpored vlaganj v Ciudad de la Luz, kot so ga španski organi nazadnje posodobili aprila 2012, je bil:

Datum	Opis:	Javna vlaganja (v EUR)
24.10.2000	Dežela Valencija se odloči za razvoj Ciudad de la Luz	—
2.11.2000	Ustanovljena je družba Ciudad de la Luz SA (v 75-odstotni lasti Parque Temático de Alicante SAU in 25-odstotni lasti Producciones Aguamarga SL)	450 000 [75 % od 600 000]
21.11.2001	Parque Temático de Alicante SAU enostransko vloži 9 milijonov EUR za povečanje kapitala v Ciudad de la Luz SA (svoj delež poveča na 98,4 %)	9 000 000
6.2.2003	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU [1] enostransko vloži 30 milijonov EUR za povečanje kapitala v Ciudad de la Luz SA (svoj delež poveča na 99,6 %)	30 000 000
4.5.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU enostransko vloži 54 870 660 EUR za povečanje kapitala v Ciudad de la Luz SA (svoj delež poveča na 99,8 %)	54 870 660
23.7.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU pridobi 0,2-odstotni delež Ciudad de la Luz SA v lasti Producciones Aguamarga SL (z nominalno vrednostjo 150 000 EUR) za 139 059 EUR (in poveča svoj delež v Ciudad de la Luz SA na 100 %)	139 059
9.3.2005	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU odstopi zemljišče, na katerem so bili zgrajeni studii družbe Ciudad de la Luz SA, in s tem poveča njeno premoženje na 9 800 040 EUR (čeprav je bilo zemljišče v računovodskih izkazih Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU ocenjeno na 1 030 856 EUR). Pred tem datumom je projekt že prejel dovoljenje vlade Valencije za gradnjo studiev na tej lokaciji.	9 800 040
Poleti 2005	Ciudad de la Luz SA začne opravljati dejavnosti kot filmski studio	—
28.4.2005	Udeležbeno posojilo v višini 95 milijonov EUR	95 000 000
26.12.2007	Udeležbeno posojilo v višini 20 milijonov EUR	20 000 000
30.6.2008	Izdane zamenljive podjetniške obveznice z opcijo za zamenjavo posojila za delnice do 31. decembra 2008	10 000 000

Datum	Opis:	Javna vlaganja (v EUR)
2.1.2009	Izdane zamenljive podjetniške obveznice z opcijo za zamenjavo posojila za delnice do 30. junija 2009	10 000 000
17.3.2009	Odobrene zamenljive podjetniške obveznice v višini do 30 milijonov EUR z opcijo za zamenjavo posojila za delnice do 30. decembra 2009	25 829 840
31.12.2010	Neplačane obresti na udeležbena posojila v letih 2009 in 2010	7 222 160
31.12.2010	Neplačane obresti na nepretvorjena posojila v letih 2009 in 2010	1 814 187
	Skupaj	274 125 946

([1]) Prej imenovana Sociedad Parque Temático de Alicante, SAU.

(54) Španski organi so si v svojih odgovorih prizadevali dokazati, da naložbe niso državna pomoč, saj bi tržni vlagatelj vlagal v projekt pod enakimi pogoji (z uporabo načela vlagatelja v tržnem gospodarstvu). V podporo svojim trditvam so predložili poročila gospodarskih svetovalcev družbe LECG.

(55) Čeprav bi Komisija menila, da je vsaj del naložb državna pomoč, Španija trdi, da so vsi filmi, posneti v Ciudad de la Luz, izpolnjevali kulturna merila Valencije za film, ki jih je Komisija odobrila aprila 2008, decembra 2008 in julija 2009 ([14]). Španija trdi, da se izjema v zvezi s kulturo iz člena 107(3)(d) PDEU lahko uporablja za pomoč za naložbe pred produkcijo filmov in za njo.

(56) Španija tudi navaja, da bi bilo treba morebitno pomoč, ki jo vsebujejo javno financiranje Ciudad de la Luz in spodbude za filme, obravnavati v luči izkrivljanja, ki ga povzročajo nacionalne sheme za podporo filma, ki jih je odobrila Komisija v drugih državah članicah in ki privabljajo večje filmske produkcije h konkurentom Ciudad de la Luz ([15]).

(57) Španija tudi trdi, da bi takrat veljavne smernice o regionalni pomoči (1998) dovoljevale pomoč v višini 36 % vrednosti projekta. Izpolnjeni bi bili tudi dodatni pogoji, sprejeti leta 2002 v večsektorskem okviru za velike investicijske projekte z manj kot 25-odstotnim tržnim deležem in 5-odstotnim mogočim povečanjem zmogljivosti za trgu.

(58) Španija je predložila drugo poročilo LECG, ki je kritiziralo analizo poslovnega načrta, ki so jo službe Komisije pripravile leta 2004. LECG je kritiziralo analizo služb Komisije ter je predložilo druge vrednosti za podatke in dejavnike tveganja, pa tudi ocene zemljišča, na katerem je bilo zgrajeno Ciudad de la Luz, za nazaj.

(59) V drugi ekonomski analizi so službe Komisije preučile poslovni načrt iz leta 2000 in cenitev zemljišča za nazaj, ki jo je poslala Španija. Poleg tega je neodvisni svetovalec na zahtevo Komisije opravil neodvisno ekonomsko oceno preizkusa načela vlagatelja v tržnem gospodarstvu. Neodvisno poročilo je bilo španskim organom poslano 30. septembra 2011.

(60) Španski organi so ponovili svoje stališče, ki so ga izrazili v pripombah k sklepu o začetku postopka, da bi bilo treba možnosti donosnosti Ciudad de la Luz meriti glede na glavne konkurente v EU v sektorju filmskih studiev (npr. Babelsberg, Pinewood) in ne glede na raznovrstne avdiovizualne konglomerate v ZDA (Time Warner, Disney) ([16]), kot je naredila družba Ecorys ([17]). Španski organi trdijo, da bi morala ta primerjava temeljiti na

([14]) Sklepi o državni pomoči N379/07 (2.4.2008), N309/08 (15.12.2008) in N108/09 (30.7.2009)

([15]) Nacionalna subvencija lahko doseže do 24 % stroškov produkcije v Združenem kraljestvu in 20 % v Nemčiji. Komisija v svojem pregledu Sporočila o kinematografiji obravnava tekmovanje v subvencijah med nacionalnimi shemami za podporo filma, s katerimi bi privabili notranje naložbe.

([16]) Ecorys v primerjavi upošteva tudi evropske studie Babelsberg skupaj z drugimi svetovnimi družbami.

([17]) Svetovalna družba Ecorys je pripravila neodvisno študijo o zadevi. Glej podrobnosti v oddelku V.

javno razpoložljivih podatkih (npr. Bloomberg) iz časa naložbene odločitve (tj. iz let 2000 in 2004 in ne 2008). Trdijo tudi, da so sklepi študije družbe Ecorys neveljavni zaradi številnih nesporazumov ali tehničnih napak ([18]). Španski organi trdijo, da bi v primeru, da bi te napake odpravili in izvedli primerno primerjavo s konkurenti, pričakovana donosnost naložbene odločitve na podlagi takrat razpoložljivih podatkov izpolnjevala zahteve preizkusa načela vlagatelja v tržnem gospodarstvu.

V. OCENA POMOČI

(61) Člen 107(1) PDEU pravi, da „[r]azen če Pogodbi ne določata drugače, je vsaka pomoč, ki jo dodeli država članica, ali kakršna koli vrsta pomoči iz državnih sredstev, ki izkrivlja ali bi lahko izkrivljala konkurenco z dajanjem prednosti posameznim podjetjem ali proizvodnji posameznega blaga, nezdružljiva z notranjim trgom, kolikor prizadene trgovino med državami članicami“. Iz tega sledi, da mora pomoč, da se lahko šteje za državno pomoč, izpolnjevati naslednje kumulativne pogoje: (1) ukrep mora biti odobren iz državnih sredstev, (2) podjetju mora zagotavljati gospodarsko korist, (3) prednost mora biti selektivna in izkrivljati konkurenco ali groziti z izkrivljanjem konkurence, (4) ukrep mora vplivati na trgovino v Skupnosti.

Gospodarska korist

(62) Kot je navedeno zgoraj, so španski organi trdili, da ukrep ni državna pomoč, ker ustreza preizkusu načela vlagatelja v tržnem gospodarstvu. Ta preizkus ugotavlja, ali bi vlagatelj v tržnem gospodarstvu vlagal v projekt po enakih pogojih kot javni vlagatelj ob sprejetju odločitve o javni naložbi. Glede tega je pomembno, da je bil najprej v projektu zasebni vlagatelj ([19]) in da so španski organi naročili več študij, ki so ugotovile, da bi projekt ustvarjal pozitivni denarni tok (glej uvodno izjavo 22).

(63) Kot je navedeno v uvodni izjavi 17, je v primeru Ciudad de la Luz prvotno imel zasebni vlagatelj (družba za upravljanje) v lasti 25 % projekta (tj. 150 000 EUR začetnega delniškega kapitala v višini 600 000 EUR). Vendar pa se je zasebni vlagatelj umaknil, preden je sam vložil nadaljnja sredstva (izplačala ga je SPTCV leta 2004). Potem v projekt ni vlagal več noben zasebni vlagatelj.

(64) Ker je edini zasebni vlagatelj vložil le manjši znesek, potem pa se je umaknil, ko je bilo treba vložiti večji del sredstev, bi to lahko šteli kot zadosten dokaz, da zasebni vlagatelj takega projekta ne bi izpeljal pod pogoji, ki so veljali v tistem času. Poleg tega je bil ta zasebni vlagatelj v zelo posebnem položaju (kar ni v skladu z vlagateljem v tržnem gospodarstvu, kot ga obravnava sodna praksa), ker je bil odgovoren tudi za začetek projekta, za nadzor gradbenih del ter za upravljanje in promocijo studiev v zameno za nadomestilo za upravljanje. To pomeni, da bi bila lahko ta prva naložba smiselna tudi zaradi drugih razlogov in ne le donosnosti, če se obravnava ločeno.

(65) Ob odsotnosti zasebnih delničarjev je deželni organ svoje naložbene odločitve utemeljil na rezultatih svetovalnih študij. Toda sam obstoj takih študij ni dovolj, da bi bil opravljen preizkus načela vlagatelja v tržnem gospodarstvu. Pred zagotovitvijo sredstev v obsegu, kakršen je bil vložen v Ciudad de la Luz, bi od zasebnega vlagatelja pričakovali, da bo temeljito preučil poslovni načrt in predpostavke, na katerih temeljijo take študije. Zasebni vlagatelj bi moral sam presoditi, ali so predpostavke, na katerih je utemeljen poslovni načrt, v tem primeru ustrezne. Od zasebnega vlagatelja bi tudi pričakovali, da bo primerjal pričakovani donos projekta Ciudad de la Luz s pričakovanim donosom alternativnih projektov. Taka analiza takrat ni bila opravljena. Poleg tega taka primerjava ni bila niti izvedljiva na podlagi ocenjenih pozitivnih denarnih tokov v teh študijah.

(66) V okviru postopka preiskave državne pomoči sodna praksa zahteva, da Komisija izvede lastno oceno dejstev ([20]). Zato je treba presoditi veljavnost poročil, opravljenih ob transakciji.

(67) Glede na poročila, ki so jih predložili španski organi od sklepa o začetku postopka naprej, je videti, da sta bili v zvezi s projektom sprejeti dve naložbeni odločitvi. Prva je bila sprejeta leta 2000 na podlagi poslovnega načrta Atrhurja Andersena iz leta 2000 (ki je pokrival vlaganja v letih od 2002 do 2006). Leta 2004 je bilo naročeno

([18]) Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz – Final report (Ecorys, 19. julija 2011)

([19]) V primeru Citynet Amsterdam je Komisija na primer ugotovila, da je projekt ustrezal načelu vlagatelja v tržnem gospodarstvu, ker je javni vlagatelj vlagal po pogojih, ki so primerljivi s pogoji zasebnega vlagatelja v projektu. Odločba z dne 11. decembra 2007, C 53/2006.

([20]) Sodišče prve stopnje je v zadevi Valmont menilo, da se Komisija ne bi smela zanesti samo na poročilo neodvisnega cenilca, da bi odločila, ali je šlo pri prodaji zadevnih zemljišč za državno pomoč. Sodišče prve stopnje je zahtevalo, da bi morala Komisija preveriti tudi dokazno vrednost, kar je potem storilo samo (zadeva T-274/01). V zadevah Hamsa (C-316/02) in Lenzing (C-525/04) Sodišče Evropske unije Komisiji priznava območje proste presoje glede ekonomskih zadev, hkrati pa mora Sodišče „preveriti […] samo vsebinsko točnost navedenih dokazov, njihovo zanesljivost in doslednost“.

poročilo družbi Consultia, da bi ugotovila, ali so primerna nadaljnja vlaganja v projekt (ki bi obravnavalo dejanske naložbe v projekt v obdobju 2002–2004 in predvidene naložbe v obdobju 2004–2014). Nato bi bilo treba oceniti načelo vlagatelja v tržnem gospodarstvu v primeru obeh naložbenih odločitev.

(68) Komisija je ocenila, ali bi teoretični zasebni vlagatelj vlagal v projekt ustanavljanja družbe Ciudad de la Luz. Po načelu vlagatelja v tržnem gospodarstvu se šteje, da je opravljena naložba državna pomoč, če je pričakovano nadomestilo, ki naj bi ga prejel od države, nižje od tistega, kar bi zasebni vlagatelj zahteval v okoliščinah, kakršne so veljale v tistem projektu.

(69) Vlagatelji morajo za financiranje projekta vložiti nekaj kapitala. Tak kapital pomeni stroške, to so stroški kapitala. Ponavadi obstajata dva splošna vira kapitala: lastniški kapital in (finančni) dolžniški kapital. Skupni stroški kapitala so tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC), z upoštevanjem deleža lastniškega in deleža dolžniškega kapitala. Stroški dolžniškega kapitala in stroški lastniškega kapitala so pričakovani in ne pretekli stroški. V primeru Ciudad de la Luz je poslovni načrt predvideval, da se bo projekt v celoti financiral z lastniškim kapitalom. Zato so skupni stroški kapitala lastniški kapital.

(70) Vlagatelj zasebnega kapitala bi bil pripravljen vlagati v Ciudad de la Luz, če bi bila pričakovana notranja stopnja donosa ([21]) višja ali enaka oportunitetnim stroškom lastniškega kapitala ([22]) (tj. donosu, ki bi ga lahko dosegel v podobnem projektu).

(71) Komisija je za izračun stroškov lastniškega kapitala prilagodila model ocenjevanja dolgoročnih sredstev. Stroški lastniškega kapitala prikazujejo oportunitetne stroške naložbe za delničarje v družbah ali projektih z enakim (ali podobnim) poslovnim in finančnim tveganjem, kot je obravnavani. Skladno z modelom določanja cen dolgoročnih naložb (CAPM) bi morali biti stroški lastniškega kapitala, K_e, ocenjeni po naslednji formuli:

$$K_e = R_f + ß(R_m - R_f)$$

kjer je R_f netvegana stopnja donosa, $(R_m - R_f)$ premija za tržno tveganje in ß „beta“, merilo sistematičnega tveganja (tveganje, ki ga ni mogoče izločiti), povezanega z delnicami Ciudad de la Luz, ki kaže poslovno in tudi finančno tveganje.

(72) Skladno s tržno prakso ([23]) se netvegana stopnja donosa, R_f, meri z donosnostjo dolgoročnih (po navadi 10-letnih) državnih obveznic v državi poslovanja (te naložbe naj bi bile najmanj tvegane). Povprečni letni donos na 10-letne državne obveznice v Španiji je leta 2004 znašal 4,1 % ([24]). Za premijo za tržno tveganje bi morali šteti pretekle vrednosti premije za tržno tveganje v razumno dolgem obdobju. Običajna tržna praksa je, da se šteje razlika med preteklimi donosi razpršenega lastniškega kapitala v državi poslovanja in netvegano stopnjo donosa. Fernández (2004) ([25]) pravi, da je pretekla premija za tržno tveganje za državne obveznice v Španiji (v obdobju med letoma 1991 in 2003) znašala od 6,8 do 9,3 %. Komisija je s konservativnim pristopom pri oceni premije za tržno tveganje štela najnižjo vrednost, in sicer 6,8 %. Isti avtor je v poznejšem in novejšem delu ([26]) okrepil veljavnost te vrednosti ter predstavil zahtevano premijo za tveganje lastniškega kapitala v obdobju med letoma 2000 in 2004 v razponu od 6 do 7 %.

(73) Za oceno količnika beta je Komisija uporabila javno razpoložljive podatke podjetij, za katera so španski organi ugotovili, da sta neposredna konkurenta Ciudad de la Luz, in sicer Carrere Group ([27]) in Babelsberg. O teh podatkih so poročali finančni analitiki, ki so izvedli podrobno analizo obeh družb. Povprečje dveh količnikov

([21]) Notranja stopnja donosa po definiciji ustreza diskontirani stopnji, po kateri je neto sedanja vrednost naložbe enaka nič.

([22]) Brealey in Myers, 2000, Principles of Corporate Finance, šesta izdaja (poglavje 5, str. 100)

([23]) Glej npr. Brealey in Myers, 2000, Principles of Corporate Finance, šesta izdaja (poglavje 8)

([24]) http://www.tradingeconomics.com/spain/government-bond-yield

([25]) Pablo Fernández 2004, „Market risk premium: required, historical and expected“, Working paper IESE Business School.

([26]) Pablo Fernández (2009): „The equity premium in 150 textbooks“, Working paper IESE Business School.

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

beta, prilagojenih tako, da ustrezata profilu finančnega tveganja Ciudad de la Luz, znaša okoli 1,5. To je konservativni pristop, ker bo verjetno pri naložbah v Ciudad de la Luz več idiosinkratičnega tveganja kot pri drugih dveh uveljavljenih studiih. Naložba v Ciudad de la Luz je naložba v novo podjetje v regiji, v kateri ni ne španskih ne mednarodnih filmskih producentov. Količnik beta bo torej v primeru Ciudad de la Luz večji kot pri konkurentih.

(74) Z uporabo navedene formule (glej uvodno izjavo 71) je Komisija ugotovila, da bi morali pričakovani stroški lastniškega kapitala znašati okoli 14,9 %.

(75) Za primerjavo, kot je omenjeno v Prilogi I, je Španija izjavila, da bi uporaba modela CAPM pokazala, da bi zasebni vlagatelj „zahteval" premijo za tveganje, ne donosa, v višini 3,75 % leta 2000 in 2,07 % leta 2004." Ta izračun temelji na vrednosti beta ß = 0,395. Vrednost beta 1 predstavlja portfelj vseh delnic, zato so to „povprečne" delnice. Količnik beta, ki je bistveno manjši od 1, bi torej pomenil naložbo z zelo majhnim tveganjem. Španija ni utemeljila take predpostavke, niti je ni podprla s kakršnimi koli zanesljivimi in preverljivimi podatki.

(76) Kot je navedeno zgoraj (glej uvodno izjavo 70), bi zasebni vlagatelj vlagal v projekt le po notranji stopnji donosa, ki bi bila višja od oportunitetnih stroškov kapitala. Komisija ugotavlja, da je poslovni načrt iz leta 2000 podrobno ocenil le prvo fazo projekta. Analiza Komisije (glej Prilogo II) je ugotovila negativno neto sedanjo vrednost na podlagi poslovnega načrta iz leta 2000 in ob nominalni vrednosti denarnih tokov iz poslovnega načrta. Na tej podlagi zasebni vlagatelj v projekt ne bi vlagal.

(77) Pri ugotavljanju notranje stopnje donosa Komisija ponovno zavzema konservativni pristop in dvomi o predpostavkah iz poslovnega načrta, zlasti o denarnih tokovih, napovedanih za predlagani projekt. Treba je ugotoviti, da so denarni tokovi, napovedani v poslovnem načrtu iz leta 2004, videti neupravičeno optimistični, zlasti ob upoštevanju izgub, ki jih je družba utrpela v obdobju med letoma 2002 in 2004 ([28]). Po informacijah, ki so na voljo Komisiji, bi torej lahko šteli, da so bili pričakovani denarni tokovi v poslovnem načrtu iz leta 2004 zgornja meja ([29]). Denarni tokovi določajo pričakovano donosnost. Komisija upošteva tudi nominalno vrednost pričakovanega donosa Ciudad de la Luz. Vendar pa kalibrira stroške zbiranja kapitala. To bi storil tudi vsak razumni zasebni vlagatelj.

(78) Na podlagi poslovnega načrta iz leta 2004, ki ga je predložila Ciudad de la Luz, znaša notranja stopnja donosa tega projekta 5,74 % (glej Prilogo I). Zasebni vlagatelj v Ciudad de la Luz se ob oportunitetnih stroških kapitala v višini vsaj 14 % (kot je izračunano zgoraj, glej uvodno izjavo 73) za naložbo ne bi odločil, ker je ta notranja stopnja donosa nižja od oportunitetnih stroškov kapitala.

(79) Komisija je izračunala tudi neto sedanjo vrednost (NPV) naložbe v Ciudad de la Luz, da bi prikazala, koliko bi bil projekt vreden za zasebnega vlagatelja. Namen naložbene odločitve je poiskati realna sredstva, ki so vredna več kot stanejo, oziroma naložbo, katere pričakovani donos je večji od oportunitetnih stroškov kapitala. Če ni tako, kakor v primeru Ciudad de la Luz, je vrednost projekta negativna, zato je naložba za vsakega razumnega zasebnega vlagatelja neizvedljiva. NPV projekta določa, koliko je vredna naložba v trenutku sprejetja odločitve, izračuna pa se z diskontiranjem denarnih tokov, napovedanih v poslovnem načrtu, z diskontnim količnikom, kar so stroški kapitala. Višji so stroški kapitala, nižja je NPV.

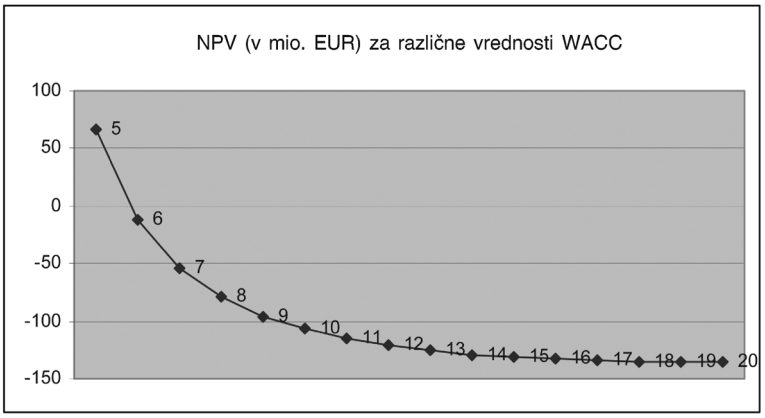
(80) V primeru Ciudad de la Luz znašajo z uporabo oportunitetnih stroškov kapitala v višini 14 % in z denarnimi tokovi iz poslovnega načrta družbe Consultia iz leta

([28]) Vir: ORBIS Company Report.

([29]) Neodvisno poročilo družbe Ecorys gre še naprej ter upošteva tudi predpostavke poslovnega načrta in nekatere kritizira. Izpostavlja na primer, da „izbor lokacije ni videti strateško utemeljen, ker ni mogoče utemeljiti nobene povezave z okoliško filmsko industrijo. V Španiji so druge regije s podobnimi geografskimi lokacijami, ki so bližje jedrom filmske industrije" (str. 30). Dalje: „Glede tega je treba omeniti, da zlasti v prvih letih delovanja studia in šole v bližini ne bo lokalno usposobljenih in izobraženih virov. Zato bi verjetno preudaren zasebni vlagatelj raje izbral drugo lokacijo za izvedbo podobnega filmskega studia" (str. 31). V zvezi z naložbo iz leta 2004 poudarja: „Vprašljivo je, ali bi se zasebni vlagatelj odločil za gradnjo novega filmskega studia na območju, kjer v prvih letih delovanja studia in šole ni na voljo primernih človeških virov" (str. 39).

2004 (ki jih je Komisija upoštevala po nominalni vrednosti, kot je razloženo v uvodni izjavi 76) NPV naložbe okoli minus 130 milijonov EUR (glej Prilogo). Zato za zasebnega vlagatelja to ni primerna naložbena priložnost.

(81) Komisija je opravila tudi preizkus zanesljivosti, ki kaže, da je rezultat zelo zanesljiv. Komisija je ocenila, da je nad razumnim pragom rezultat skoraj neobčutljiv za vrednost oportunitetnih stroškov kapitala. Velike spremembe parametrov, ki jih je kalibrirala Komisija pri izračunu stroškov kapitala, torej ne spremenijo rezultata. Graf spodaj prikazuje približne vrednosti NPV glede na različne vrednosti stroškov kapitala (WACC) od 5 % do 20 %. Graf kaže, da postane NPV negativna, če znaša WACC med 5 % in 6 %. Če so torej stroški kapitala višji od 6 %, zasebni vlagatelj ne bi vlagal v projekt. Vrednosti WACC, višje od 10 %, skoraj ne vplivajo na NPV. Komisija je ocenila, da je vrednost WACC okoli 14 %, torej v mejah, kjer bi lahko precej zanesljivo zaključili, da projekt ni donosen.



(82) V odgovoru na oceno Komisije so španski organi na podlagi svetovalnega poročila [30] trdili, da ima ocena Komisije napake. Prvič, medtem ko so šteli, da je CAPM kot taka pravilen pristop, pa svetovalno poročilo dvomi o vrednosti parametrov, ki jih je uporabila Komisija. Zlasti premija za tveganje lastniškega kapitala in količniki beta bi morali biti manjši. Drugič, Komisija za določitev ustreznega merila ne bi smela uporabljati le poslovnega načrta družbe Consultia IT, temveč tudi poslovni načrt Arthurja Andersena iz leta 2000. Tretjič, Komisija ni uporabila primernih finančnih kazalnikov za oceno pričakovane donosnosti projekta Ciudad de la Luz. Komisija tudi ni upoštevala pričakovanih donosov, ki bi bili posledica razvoja hotelov in pisarn.

(83) Komisija je te trditve ovrgla. Priloga II v zvezi s premijo za tveganje lastniškega kapitala podrobneje razlaga, zakaj vrednosti, ki jih predlaga Španija, niso primerne. Zlasti je pomembno to, da so bile vrednosti, predlagane za premijo, ocenjene vrednosti za leto 2009 in ne tiste, ki so prevladovale v letih 2000 in 2004. Jasno je, da morajo biti parametri, uporabljeni v oceni CAPM, iz istega obdobja kot poslovna odločitev. Dejansko za zadevno obdobje avtor, ki ga navajajo španski organi, sam navaja ocene, skladne z oceno Komisije. V Prilogi II je razloženo tudi, zakaj je zahteva španskih organov, da mora biti vrednost beta nižja, napačna. Komisija uporablja vrednosti iz javnih študij, ki so izračunale vrednosti beta za tesne konkurente Ciudad de la Luz. Finančni strokovnjaki zavračajo predlog španskih organov, naj se uporabijo pretekle vrednosti beta.

(84) V odgovor na zahtevo španskih organov, naj se upošteva poslovni načrt iz leta 2000, Priloga II navaja tak izračun. Kot se lahko vidi, bi bil v tem primeru zaradi višje premije za tveganje in zaradi višje netvegane stopnje WACC še višji kot leta 2004. Tudi pri tem izračunu je NPV negativna. Glede morebitnih prihodkov od hotelov in pisarn so trditve španskih organov temeljile na novih dokazilih, in sicer šestih poročilih o oceni vrednosti zemljišč, pripravljenih pozneje. Ta dokazila niso bila del informacij, ki so bile na voljo potencialnemu vlagatelju v tistem času. Andersonovo poročilo sicer omenja možnost razvoja hotelskega kompleksa, vendar ne vsebuje informacij o pričakovani donosnosti, poleg tega tudi ni bilo nobenega poslovnega načrta, ki bi se nanašal na razvoj

[30] Sklic na drugo poročilo LECG.

zemljišč. Priloga II vseeno podrobno obravnava predlagana poznejša poročila o razvoju zemljišč. Ta imajo resne pomanjkljivosti. Referenčne cene, predlagane za pisarne v kompleksu Ciudad de la Luz, so na primer cene za najprestižnejše poslovne ulice v Alicanteju. Ker kompleks Ciudad de la Luz leži zunaj mesta Alicante in blizu industrijskega kompleksa, so te referenčne cene prenapihnjene. Podobno tudi referenčne cene za hotele temeljijo na cenah za hotele s štirimi ali petimi zvezdicami. Nobenih podatkov ni, ki bi nakazovali, da bo po takih hotelih zunaj Alicanteja (ki stojijo blizu avtoceste in industrijskega kompleksa) dovolj povpraševanja.

(85) Poleg teh lastnih notranjih ocen je Komisija naročila tudi neodvisno študijo, ali bi zasebni vlagatelj izpeljal tako naložbo v Ciudad de la Luz pod enakimi pogoji ([31]). Poročilo družbe Ecorys obravnava različne možnosti, ki ocenjujejo stroške lastniškega kapitala od 12,5 % do 21,4 % za naložbe leta 2000 in od 10,9 % do 15,9 % za nadaljnje naložbe leta 2004. Rezultati študije Komisije so v mejah, izračunanih v študiji družbe Ecorys. Nasprotno je notranja stopnja donosa, izračunana na podlagi poslovnega načrta, precej nižja od minimalnih stroškov lastniškega kapitala, kot jih je ocenila družba Ecorys.

(86) Splošna sklepna ugotovitev družbe Ecorys je torej, da ni verjetno, da bi naložbe iz leta 2000 in 2004 ustrezale ravnanju preudarnega zasebnega vlagatelja v tržnem gospodarstvu. Družba Ecorys v zvezi s poslovnim načrtom iz leta 2000 ugotavlja, da rekonstruirani poslovni primer izkazuje negativno NPV v višini 9,3 milijarde PTA. Vlaganje v delniški trg bi bilo za preudarnega tržnega vlagatelja veliko zanimivejša naložba. V zvezi z naložbo iz leta 2004 družba Ecorys zaključuje: „preudarni tržni vlagatelj se najverjetneje ne bi odločil za dokončanje projekta Ciudad de la Luz, lahko pa bi se odločil za upravljanje šestih zvočnih odrov, v katere je že vložil, ali pa bi projekt zaključil in prevzel izgubo“ ([32]). Družba Ecorys tudi meni, da zasebni posojilodajalec ne bi odobril udeležbenega posojila ali katerega koli drugega posojila projektu, ker njegov denarni tok ni zadoščal za poplačevanje dolga.

(87) Zato se zaključuje, da ne naložbe v Ciudad de la Luz med letoma 2000 in 2004 niti poznejše naložbe ne izpolnjujejo načela vlagatelja v tržnem gospodarstvu ter zato pomenijo ugodnosti za družbo Ciudad de la Luz SAU. Ker preizkusi načela vlagatelja v tržnem gospodarstvu niso izpolnjeni, vlagatelj v tržnem gospodarstvu ne bi vlagal leta 2000, niti ne bi nadaljeval vlaganja v projekt na podlagi poslovnega načrta iz leta 2004.

(88) Zato Komisija šteje, da je celotna vrednost naložbe gospodarska ugodnost. Posojila, ki jih je SPTCV odobrila Ciudad de la Luz, so bila podrejena posojila, kar pomeni, da so bila v bilanci stanja obravnavana podobno kot lastniški kapital. Kot je Komisija že omenila v sklepu o začetku postopka, so bile obresti na posojila izračunane s fiksnim in spremenljivim delom. Obrestna mera za fiksni del je bila zelo nizka in za posojilodajalca v tržnem gospodarstvu ne bi bila sprejemljiva. Nenavadno majhen fiksni del posojila bi lahko načeloma odtehtala možnost primernega nadomestila za udeležbeno posojilo zaradi spremenljivega dela, povezanega z donosnostjo projekta, vendar to ne more veljati v obravnavanem projektu (glej zgornjo obrazložitev načela vlagatelja v tržnem gospodarstvu). Poleg tega napoved prihodkov in izkaz za obdobje med letoma 2002 in 2014, ki so ju španski organi predložili Komisiji, nista vsebovala finančnih stroškov. Teoretično bi morala biti posojila vrnjena aprila 2015, to je po datumu zaključka projekta (in po možnosti njegovi odtujitvi), načrtovanega leta 2014, česar pa posojilodajalec v tržnem gospodarstvu ne bi sprejel. Španski organi so v svojem odgovoru na sklep o začetku postopka z dne 20. aprila 2009 razložili, da bi se morala ta posojila z ekonomskega vidika šteti za dokapitalizacijo, ker sta posojilodajalec in delničar ista oseba (tj. SPTCV). Ker dejansko nobeno od posojil, izplačanih v letih 2005, 2007, 2008 in 2009, še ni bilo (niti deloma) poplačano in upravičenec ni zanje plačal niti obresti, bi se morala dejansko šteti kot kapitalske naložbe. Po informacijah, ki so jih aprila 2012 poslali španski organi, so do konca leta 2010 znašala skupaj 265 089 599 EUR ([33]).

Selektivnost

(89) Pomoč je tudi selektivna, ker koristi, ki jih prinaša, dajejo prednost samo podjetjem, ki so dejavna v tem sektorju, in dejansko samo nekaterim izmed njih.

Državni viri

(90) Komisija ugotavlja, da je Generalitat Valenciana financirala naložbo prek družbe SPTCV, ki je v njeni popolni

([31]) Ecorys, *Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz*, 19. julija 2011.

([32]) Strani 30 in 39 poročila Ecorys.

([33]) Kot je navedeno v uvodnih izjavah 29 in 53. Ker se posojila štejejo za kapitalske naložbe, se stroški obresti ne upoštevajo.

lasti, in da so bile študije, na podlagi katerih so bile izvedene državne naložbe Ciudad de la Luz, pripravljene zanjo. Zato se ta sredstva lahko štejejo za državne vire.

Izkrivljanje konkurence

(91) Če državna pomoč krepi položaj podjetja v primerjavi z drugimi konkurenčnimi podjetji, je treba šteti, da je pomoč vplivala nanje. Pomoč krepi položaj družbe Ciudad de la Luz v primerjavi z drugimi konkurenčnimi podjetji, ker ji omogoča vstop na trg filmskih studiev. Izkrivljena je konkurenca med podjetji, ki so prejela pomoč, in tistimi, ki je niso. Čeprav bi predpostavljali, da filmske produkcije v drugih državah članicah, v katerih so filmski studii, prejemajo subvencije, ta argument ne more zanikati izkrivljanja konkurence. Ukrep se opredeli kot državna pomoč, čeprav bi tudi druge države članice sprejele ukrepe, ki prav tako povzročajo izkrivljanja na trgu. Pri ugotavljanju pogojev v zvezi z izkrivljanjem konkurence se tako „uravnoteženje“ ne upošteva.

Učinki na trgovino

(92) Komisija tudi meni, da zadevni ukrep vpliva na trgovino med državami članicami. Filmski studii tržijo svoje zmogljivosti mednarodno. Filmski producenti se redno pogajajo o cenah in pogojih s številnimi filmskimi studii v različnih državah članicah. Komisija je že odobrila sheme pomoči v Španiji in v drugih državah članicah, ki podpirajo produkcijo avdiovizualnih del in s tem posredno spodbujajo uporabo nacionalnih tehničnih zmogljivosti, vključno s filmskimi studii. Četrto merilo Sporočila o kinematografiji iz leta 2001 izključuje pomoč za posamezne produkcijske dejavnosti, vključno z uporabo filmskih studiev.

Sklepna ugotovitev

(93) Komisija glede na navedeno meni, da projekt zagotavlja selektivno gospodarsko ugodnost Ciudad de la Luz. Projekt se financira z javnimi sredstvi, izkrivlja konkurenco in vpliva na trgovino med državami članicami. Zato Komisija šteje, da je priglašeni ukrep državna pomoč v smislu člena 107(1) Pogodbe o delovanju Evropske unije.

Združljivost

(94) Komisija mora najprej zagotoviti, da pomoč ni nezdružljiva z določbami PDEU tudi na drugih področjih poleg državnih pomoči. V tem primeru ocena Komisije ne posega v druge ugotovitve v zvezi s skladnostjo z zakonodajo EU o javnih naročilih. Pomoč ne vsebuje drugih elementov, ki bi lahko bili problematični glede načela splošne zakonitosti pomoči.

(95) Kot je navedeno v sklepu o začetku postopka, so španski organi podredno, če bi Komisija štela, da so obravnavani ukrepi državna pomoč, trdili, da bi bili taki ukrepi skladni s členom 107(3) kot regionalna pomoč in kot pomoč za spodbujanje kulture.

Regionalna pomoč

(96) Regionalna pomoč za izgradnjo Ciudad de la Luz bi lahko bila utemeljena na podlagi tega, da je bila naložba izvedena na območju, ki je upravičeno do pomoči. Španski organi trdijo, da je na podlagi predpisov o državni pomoči, ki so se uporabljali v času, ko je bila sprejeta prvotna naložbena odločitev v obdobju 2000–2006, dovoljena pomoč v višini 36 %.

(97) Ker je to nepriglašena pomoč, se uporabljajo Smernice o regionalni pomoči za obdobje 2000–2006 ([34]). Točka 4.2 Smernic se glasi: „Če hočemo zagotoviti, da bo podprta produktivna naložba donosna in zdrava, mora prejemnik k njenemu financiranju prispevati vsaj 25 % finančnih sredstev.“ Opomba 20 Smernic pojasnjuje, da 25-odstotni minimalni prispevek ne sme vsebovati nobene pomoči. Čeprav je 25 % prvotnega delniškega kapitala v višini 600 000 EUR vložil zasebni vlagatelj, je bil ta zasebni vlagatelj družba za upravljanje projekta v zameno za plačilo in ni izvedel nobenih nadaljnjih naložb v projekt, ki bi ustrezale večini javnih naložb v projekt. Zato se ta prva naložba ne more šteti ločeno od javnih naložb, ker ni samostojna naložba. Poleg tega je zasebnega vlagatelja julija 2004 kupila SPTCV, in takrat se je njegovo imetje zmanjšalo na 0,2 %.

(98) Španski organi trdijo, da se lahko 25-odstotna naložba SPTCV šteje za prispevek prejemnika. Komisija meni, da tak pristop, po katerem 25 % naložbe krije organ v javni lasti, ki se ne vede kot zasebni vlagatelj (glej zgoraj, oddelek V, pododdelek „Gospodarska korist“), preostalih 75 % naložbe pa prihaja iz državnih virov, ne more zagotavljati, da je produktivna naložba donosna in zdrava.

([34]) UL C 74, 10.3.1998, str. 9.

(99) Ker je SPTCV naložbe v Ciudad de la Luz v celoti financirala iz javnih sredstev, ta pogoj ni izpolnjen.

Sektorska pomoč avdiovizualnemu sektorju

(100) V nekaterih primerih je Komisija odobrila pomoč avdiovizualnemu sektorju na podlagi člena 107(3)(c), ob upoštevanju kulturnih ciljev člena 167 PDEU. Ta izjema v zvezi s kulturo se lahko uporablja v povezavi z drugimi pravnimi podlagami zaradi skladnosti, kot je pomoč nekaterim gospodarskim dejavnostim na podlagi člena 107(3)(c) PDEU ([35]). Čeprav tega španski organi niso navedli, je glede na pripombe drugih strank navedena pravna podlaga obravnavana v nadaljevanju.

(101) Ocena na podlagi člena 107(3)(c) PDEU se opravi na podlagi preizkusa v treh korakih, ki ugotavlja razmerje med koristmi in negativnimi učinki obravnavanega ukrepa.

(102) Pri uporabi tega preizkusa tehtanja Komisija ocenjuje naslednja vprašanja:

(a) Ali je ukrep pomoči namenjen natančno opredeljenemu cilju skupnega interesa (tj. ali se predlagana pomoč nanaša na tržno nepopolnost ali drug cilj)?

(b) Ali je pomoč oblikovana tako, da zagotovi dosego cilja skupnega interesa? Zlasti:

(i) Ali je državna pomoč primeren instrument, tj. ali obstajajo drugi, boljši instrumenti?

(ii) Ali obstaja spodbujevalni učinek, tj. ali pomoč spremeni ravnanje podjetij?

(iii) Ali je ukrep pomoči sorazmeren, tj. ali bi bilo mogoče enako spremembo v ravnanju doseči z manjšo pomočjo?

(c) Ali so izkrivljanje konkurence in učinki na trgovino omejeni, tako da je skupno ravnotežje pozitivno?

Cilj ukrepa

(103) „Nepopolnost na trgu“ obstaja, če rezultati na trgu ne zagotavljajo največje skupne socialne varnosti. Nezadostni tržni rezultat se lahko pojavlja v primeru tako imenovanih javnih dobrin ([36]). Take dobrine ustvarjajo pozitivne zunanje učinke, pri katerih družbene koristi presegajo zasebne. Zaradi tega je dobavljena količina manj kot optimalna, zato je javni poseg upravičen (lahko tudi javne subvencije).

(104) V EU obstaja zelo konkurenčen komercialni trg s številnimi velikimi filmskimi studii. Poleg tega se pri velikih filmskih produkcijah evropski filmski studii srečujejo z veliko konkurenco studiev zunaj EU. Zato ni zadostnih dokazov, ki bi podpirali tržno nepopolnost na podlagi nezadostne ponudbe in visokih vstopnih stroškov. Španski filmski ustvarjalci v odgovoru na sklep o začetku postopka trdijo, da španski trg pred izgradnjo Ciudad de la Luz ni imel podobnih kakovostnih storitev. Valencijski filmski ustvarjalci so zlasti poudarili, da bi jim dostop do lokalnega filmskega studia omogočil zmanjšanje stroškov produkcije (nižji stroški prevoza, bližina drugih storitev, potrebnih za filmsko produkcijo, itd.).

(105) Dejstvo, da bi Ciudad de la Luz koristila domačim filmskim producentom, ne zadostuje za utemeljitev „tržne nepopolnosti“, kot je opredeljena zgoraj. Prvič, šteti, da Ciudad de la Luz odpravlja tržno nepopolnost v zvezi z lokalno filmsko produkcijo v Španiji, bi bilo v nasprotju s ciljem, ki so ga prijavili španski organi. Poročilo družbe Consultia iz leta 2004 šteje lokalne studie le za „posredne“ konkurente, saj naj bi bila Ciudad de la Luz usmerjena v velike filmske produkcije.

([35]) Glej zlasti NN 84/04 z dne 22. marca 2006 – Francija – sheme pomoči za kinematografijo in avdiovizualno produkcijo. V tem primeru je Komisija naknadno odobrila ukrepe pomoči na podlagi člena 107(3)(c) in/ali (d) PDEU, namenjene zlasti podpori filmske distribucije, ustvarjanja, prenove ali posodobitve kinematografov, distribucije video-glasbe ali videa, raziskavam in razvoju ter razvoja postprodukcijskih tehnologij. Glej tudi N 192/08 z dne 11. aprila 2008 – Španija – promocija sinhronizacije in podnaslavljanja filmov v baskovščini.

([36]) Javne dobrine obstajajo v primerih, ko ni mogoče zagotoviti blaga ali storitev eni osebi, ne da bi izključili drugih, ali če v potrošnji ni konkurence (npr. ulična razsvetljava, ceste). Blago v splošnem interesu ali javne dobrine so tisto blago in storitve, za katere vlada meni, da jih ljudje potrošijo premalo in jih je zato treba subvencionirati ali zagotoviti zastonj (npr. izobraževanje, javne knjižnice).

(106) Drugič, če bi želeli prikazati tržno nepopolnost v zvezi s španskimi filmskimi producenti, bi morali oceniti, ali so socialne koristi studia, kakršen je Ciudad de la Luz, večje od stroškov. Za to bi bilo med drugim treba ugotoviti, ali obstoječe zmogljivosti ne zadostujejo, in sicer, ali španski filmski ustvarjalci ne bi mogli uporabljati obstoječih filmskih studiev v Španiji (na primer Video Planning, Cartuja Producciones in Loasur Audiovisual v Andaluziji, Media Park v Kataloniji, Platós Valencia v Valenciji, ter Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Estudios Los Ángeles in Flash Estudio v Madridu) ali v drugih državah članicah. Španski filmski producenti so izpostavili nekaj (količinsko neopredeljenih) stroškovnih prednosti Ciudad de la Luz, vendar niso trdili, da so lokalni studii nujni za domačo filmsko produkcijo.

Dobro pripravljena pomoč

(107) Poleg tega, ker ni dobro opredeljene tržne nepopolnosti, ki bi ji bil namenjen ukrep, se pomoč ne more šteti za primerno in sorazmerno za njeno reševanje. Če bi bil namen filmskega studia podpreti lokalno filmsko produkcijo, bi bilo med drugim treba izvedene naložbe primerjati z drugimi ukrepi, s katerimi bi bilo mogoče doseči podobne rezultate z vidika filmskih producentov. Španski organi take primerjave niso zagotovili.

Izkrivljanje konkurence in trgovine

(108) Preizkus tehtanja zahteva tudi oceno negativnih učinkov z vidika *izkrivljanja konkurence in trgovine*. Ker je produkcija padla precej pod prvotna pričakovanja in ker so studii privabili zlasti lokalne filmske producente, bi lahko šteli, da je bil učinek izkrivljanja studiev Ciudad de la Luz omejen. Vendar število filmskih produkcij, narejenih v Ciudad de la Luz, ni dober pokazatelj mogočih učinkov izkrivljanja. Vstop Ciudad de la Luz na evropski trg filmskih studiev je povečal skupne studijske zmogljivosti. Osnovno ekonomsko razmišljanje zahteva, da bo tako povečanje ponudbe povzročilo splošno znižanje cen, ne glede na količino produkcije, ki jo lahko pritegne Ciudad de la Luz. Ker bi tako zmanjšanje vplivalo na splošno tržno ceno, tega ne bi bilo mogoče opaziti s primerjavo cene, ki jo določa Ciudad de la Luz, s ceno konkurentov. Poleg tega lahko izgradnja Ciudad de la Luz spodbudi druge države članice k podobnim naložbam. Poleg tega se glede na sodobno opremo položaj Ciudad de la Luz na trgu v prihodnje spremeni.

(109) Na podlagi navedenega se ukrep ne more šteti za skladnega na podlagi člena 107(3)(c), ker ne rešuje tržne nepopolnosti v sektorju ter tvega, da bo škodljivo vplival na konkurenco in trgovino.

Pomoč za kulturo – naložba v izgradnjo filmskega studia

(110) Španski organi niso predložili nobenih trditev, s katerimi bi spremenili stališče, ki ga je Komisija izrazila v sklepu o začetku postopka, in sicer, da „meni, da ni nobenega elementa, ki bi kazal, da se lahko za državno pomoč, ki pokriva stroške izgradnje in delovanja novega, velikega kompleksa filmskega studia, uporabi izjema [v zvezi s kulturo]“. Sklep o začetku postopka zavrača možnost obravnave studiev kot „kulturne infrastrukture“, ker so visoko specializirani in ker je njihova uporaba omejena na avdiovizualni sektor (za snemanje filmov, TV-produkcij in reklam).

(111) Za uporabo izjeme v zvezi s kulturo iz člena 107(3)(d) PDEU za finančna sredstva, ki jih ne pokriva sporočilo o kinematografiji, bi morala biti pomoč ne le potrebna, sorazmerna in primerna, (kakor v oceni člena 107(3)(c) zgoraj), temveč tudi usmerjena v kulturne cilje. Ker je bilo ugotovljeno, da člen 107(3)(c) ne velja za ta merila, enako velja tudi v zvezi s členom 107(3)(d).

Pomoč za kulturo – spodbude filmskim producentom

(112) Komisija je decembra 2008 odobrila filmske spodbude, ki jih je ponujala regija Valencija na podlagi Sporočila o kinematografiji ([37]). Pred tem ni bilo mogoče šteti, da so spodbude, ki jih je odobrila regionalna vlada Valencije v zvezi s snemanjem filmov v Ciudad de la Luz, skladne v primerih, če je bilo snemanje filmov v Ciudad de la Luz pogoj za pomoč (to je v nasprotju s četrtim merilom Sporočila o kinematografiji, ki izvzema pomoč za posebne dejavnosti filmske produkcije).

([37]) Sporočilo o kinematografiji iz leta 2001 določa merila, s katerimi se lahko uporabljajo kulturna odstopanja iz člena 107(3)(d) za sheme pomoči za podporo produkciji avdiovizualnih del.

(113) Prav tako v okviru tega sklepa ni treba nadalje preučevati, ali je bila pomoč dodeljena filmskim producentom.

VI. **SKLEPNE UGOTOVITVE**

(114) Komisija ugotavlja, da je Španija dodelila državno pomoč Ciudad de la Luz SA in s tem kršila člen 108(3) Pogodbe o delovanju Evropske unije. Naložb, ki jih je izvedla regija Valencija v Ciudad de la Luz, zasebni vlagatelj pod enakimi pogoji ne bi izvedel. Zato Komisija šteje, da je celotna javna naložba v projekt nezakonita pomoč.

(115) Zato se kot pomoč do decembra 2010 šteje celoten znesek 265 089 599 EUR neposrednih javnih naložb v Ciudad de la Luz SA in vse spodbude filmskim producentom, dodeljene pod pogojem, da snemanje poteka v Ciudad de la Luz.

(116) V skladu s Pogodbo o delovanju Evropske unije in ustaljeno sodno prakso Sodišča Evropske unije je Komisija pristojna za odločanje, ali mora zadevna država odpraviti ali spremeniti pomoč ([38]), če ugotovi, da je nezdružljiva z notranjim trgom. Sodišče tudi dosledno šteje, da je obveznost države, da odpravi ali spremeni pomoč, ki jo Komisija šteje za nezdružljivo z notranjim trgom, določena tako, da ponovno vzpostavi predhodno stanje ([39]). Sodišče je zato odločilo, da je ta cilj dosežen, če prejemnik vrne zneske, ki so bili dodeljeni z nezakonito pomočjo, in se tako odpove ugodnostim, ki jih je užival v primerjavi s konkurenti na trgu, ter če se ponovno vzpostavi stanje pred plačilom pomoči ([40]).

(117) Člen 14 Uredbe Sveta (ES) št. 659/1999 ([41]) v skladu z navedeno sodno prakso določa, da „če se v primerih nezakonite pomoči sprejmejo negativne odločbe, Komisija odloči, da mora zadevna država članica sprejeti vse potrebne ukrepe, da upravičenec vrne pomoč“ –

SPREJELA NASLEDNJI SKLEP:

Člen 1

Začetni delniški kapital in poznejša dokapitalizacija v višini 94 459 719 EUR, zemljišče, dodeljeno Ciudad de la Luz v vrednosti 9 800 040 EUR, udeležbena posojila v znesku 115 milijonov EUR, zamenljive podjetniške obveznice, izdane od leta 2008 naprej, v znesku 45 829 840 EUR, ki jih je Ciudad de la Luz SA do 31. decembra 2010 nezakonito izdala Španiji, in vse spodbude, dodeljene filmskim producentom pod pogojem, da snemanje poteka v Ciudad de la Luz, ki kršijo člen 108(3) Pogodbe, so državna pomoč, ki je nezdružljiva z notranjim trgom.

Člen 2

1. Španija od upravičenca izterja dodeljeno nezdružljivo pomoč iz člena 1.

2. Zneskom, ki jih je treba vrniti, se prištejejo obresti od datuma, ko so bili dani na voljo upravičencu, do datuma njihovega dejanskega vračila.

3. Obresti se izračunajo na podlagi obrestnoobrestnega računa v skladu s poglavjem V Uredbe Sveta (ES) št. 794/2004 ([42]).

4. Španija prekliče vsa neizvedena izplačila pomoči, navedene v členu 1, z začetkom veljavnosti na datum sprejetja tega sklepa.

Člen 3

1. Pomoč iz člena 1 mora biti povrnjena takoj in učinkovito.

2. Španija zagotovi, da se ta sklep izvede v štirih mesecih po uradnem obvestilu o tem sklepu.

Člen 4

1. Španija v dveh mesecih po uradnem obvestilu o tem sklepu predloži naslednje podatke:

(a) skupni znesek (glavnica in obresti), ki se izterja od upravičenca;

(b) natančen opis ukrepov, ki so že sprejeti ali načrtovani za uskladitev s tem sklepom;

(c) dokumente, ki dokazujejo, da se je od upravičenca zahtevalo vračilo pomoči.

2. Španija obvešča Komisijo o napredku glede nacionalnih ukrepov za izvajanje tega sklepa, dokler se vračanje pomoči iz člena 1 ne konča. Na zahtevo Komisije takoj predloži informacije o že sprejetih in načrtovanih ukrepih za delovanje v skladu s tem sklepom. Zagotovi tudi podrobne informacije o zneskih pomoči in obrestih za povračilo pomoči, ki jih je upravičenec že povrnil.

([38]) Zadeva Komisija proti Nemčiji, C-70/72, točka 13.
([39]) Združene zadeve Španija proti Komisiji, C-278/92, C-279/92 in C-280/92, točka 75.
([40]) Zadeva Belgija proti Komisiji, C-75/97, točki 64–65.
([41]) UL L 83, 27.3.1999, str. 1.
([42]) UL L 125, 28.4.2004, str. 4.

Člen 5

Ta sklep je naslovljen na Kraljevino Španijo.

V Bruslju, 8. maja 2012

Za Komisijo
Joaquín ALMUNIA
Podpredsednik

PRILOGA A

Podatki o izplačanih zneskih pomoči, ki jih je treba vrniti in ki so že bili povrnjeni

Upravičenec	Skupni znesek pomoči, izplačane v okviru sheme (*)	Skupni znesek pomoči, ki ga je treba izterjati (*) (glavnica)	Skupni že povrnjeni znesek pomoči (*)	
			Glavnica	Obresti

(*) V milijonih nacionalne valute.

PRILOGA I

Ciudad de la Luz (CDL) – Način izračuna ustreznih stroškov kapitala v odločitvah o naložbah – Julij 2009

Namen

Namen tega poročila je ugotoviti, ali se lahko naložbe v projekt ustanovitve družbe Ciudad De la Luz (CDL) štejejo za državno pomoč. Po načelu vlagatelja v tržnem gospodarstvu se šteje, da je opravljena naložba državna pomoč, če je pričakovano nadomestilo, ki naj bi ga prejel od države, manjše od tistega, kar bi zasebni vlagatelj zahteval v okoliščinah, kakršne so veljale v tistem projektu.

Vlagatelj zasebnega kapitala ([1]) bi bil pripravljen vlagati v projekt Ciudad de la Luz (CDL), če bi bila pričakovana notranja stopnja donosa ([2]) višja ali enaka oportunitetnim stroškom lastniškega kapitala ([3]) (tj. donosu, ki bi ga lahko dosegel v podobnem projektu).

V analizi v nadaljevanju kalibriramo model določanja cen dolgoročnih naložb, da dobimo stroške lastniškega kapitala. To je ustrezno merilo, ki določa, ali bi zasebni vlagatelj vlagal v projekt CDL.

Dobljeni razpon parametrov se nato primerja z naknadnim rezultatom reprezentativnega vzorca konkurentov CDL. To je pristop, ki ga je zavzel LECG v svojem sporočilu, in sicer uporabiti naknadne rezultate za določitev merila za oportunitetne stroške kapitala za tovrstne projekte. Kot je navedeno v nadaljevanju, merilo naknadne uspešnosti, ki ga je izbrala LECG, ni pravilno za določitev merila. Merjenje naknadne uspešnosti je tudi nepopoln približek za predvidene zahtevane donose.

Ugotavljamo, da bi morali znašati oportunitetni stroški kapitala za ta projekt okoli 14,91 %. Zasebni vlagatelj bi torej zahteval notranjo stopnjo donosa več kot 14,91 %. Skladno s poslovnim načrtom, ki je ga predložil CDL leta 2004 (ki je najnovejša finančna informacija, na kateri temelji sedanji projekt), je bila notranja stopnja donosa za naložbe v CDL 5,74 % ([4]).

Zato zasebni vlagatelj ne bi vlagal v projekt CDL, saj je njegova notranja stopnja donosa nižja od oportunitetnih stroškov kapitala.

Stroški lastniškega kapitala ([5])

Stroški lastniškega kapitala so minimalna zahtevana stopnja donosa, ki jo mora CDL zagotavljati svojim delničarjem, da odtehta:

— časovno vrednost denarja,

— tveganja, povezana z vlaganjem v CDL.

Treba je poudariti, da je ustrezna stopnja donosa pričakovani prihodnji donos in ne pretekli donos. Stroški lastniškega kapitala prikazujejo oportunitetne stroške naložbe za delničarje v družbah ali projektih z enakim (ali podobnim) poslovnim in finančnim tveganjem, kot je obravnavani.

V nadaljevanju smo uporabili splošno priznani model ocenjevanja stroškov lastniškega kapitala, in sicer model določanja cen dolgoročnih naložb (CAPM):

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

kjer:

— K_e so stroški lastniškega kapitala, izraženi v %,

— R_f je netvegana stopnja donosa, izražena v %,

— $(R_m - R_f)$ je premija za tržno tveganje, izražena v %,

— ß je „beta“, merilo sistematičnega tveganja (tveganje, ki ga ni mogoče izločiti), povezanega z delnicami CDL, ki kaže poslovno in tudi finančno tveganje.

([1]) V odsotnosti dolga.
([2]) Notranja stopnja donosa po definiciji ustreza diskontirani stopnji, po kateri je neto sedanja vrednost naložbe enaka nič.
([3]) Brealey in Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*, šesta izdaja (poglavje 5, str. 100)
([4]) Uporaba tega merila se ne bi smela razlagati, kot da se šteje, da je ta podatek točen. Napovedi denarnih tokov je težko natančno določiti; zato 5,74 % verjetno pomeni kvečjemu zgornjo mejo.
([5]) V Dodatku je splošna opredelitev tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC), ki obsega lastniški kapital in dolg.

Skladno s tržno prakso se netvegana stopnja donosa meri z donosnostjo dolgoročnih (po navadi 10-letnih) državnih obveznic v državi poslovanja.

Za premijo za tržno tveganje bi morali šteti pretekle vrednosti premije za tržno tveganje v razumno dolgem obdobju. Običajna tržna praksa je, da se šteje razlika med preteklimi donosi razpršenega lastniškega kapitala v državi poslovanja in netvegano stopnjo donosa.

Uporaba v primeru Ciudad De La Luz

Povprečni letni donos na 10-letne državne obveznice v Španiji je leta 2004 znašal 4,1 % ([1]).

R_f = 4,1 %

Fernández (2004) ([2]) pravi, da je pretekla premija za tržno tveganje za državne obveznice v Španiji (v obdobju med letoma 1991 in 2003, ki približno ustreza obdobju pred našo naložbo) znašala od 6,8 % do 9,3 % (razlika je v metodi izračuna povprečja – aritmetičnega oziroma geometričnega). Pri oceni premije za tržno tveganje štejemo najnižjo vrednost tega intervala.

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

Za oceno količnika beta smo uporabili javno razpoložljive podatke podjetij, za katere so španski organi ugotovili, da so neposredni konkurenti CDL.

Leta 2001 je družba KBC Securities pripravila poročilo, ki vsebuje potrebne podatke za izračun neto sedanje vrednosti 10-letne naložbe v **Carrere Group**. Datum in zapadlost naložbe približno ustrezata obravnavanemu primeru. Diskontna stopnja, uporabljena v poročilu družbe KBC, je znašala 12 %, količnik beta v poročilu pa 1,8. Ob upoštevanju, da se profil finančnega tveganja skupine **Carrere** razlikuje od profila CDL (kapitalska struktura Carrere vsebuje dolg), moramo ta količnik beta prilagoditi in izračunati beto nezadolženega podjetja, da tako dobimo profil tveganja podjetja. Formula za izračun bete nezadolženega podjetja je:

$$\text{beta}_{\text{nezadolženega podjetja}} = \text{beta}_{\text{zadolženega podjetja}}/[1 + (1 - T)\ D/E]$$

pri čemer je T veljavna davčna stopnja. Davčna stopnja v Franciji, kjer je sedež družbe Carrere, je okoli 33 %, podatki o razmerju med dolžniškim in lastniškim kapitalom pa so v izvirnem poročilu KBC. V času izdaje delnic je znašalo razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom 10 %. Ta podatek potrjujejo podatki Bloomberg.

Z uporabo teh vrednosti parametrov dobimo naslednjo vrednost bete nezadolženega podjetja:

$$\text{beta}_{\text{nezadolženega podjetja}} = 1{,}68$$

Podobno oceno je leta 2008 v Nemčiji pripravil Der Spezialist für Finanzaktien za **Studio Babelsberg**, ki je še eno podjetje, ki so ga španski organi navedli kot neposrednega konkurenta CDL. Navedeno poročilo je predpostavljalo stroške lastniškega kapitala v višini 12 % in vrednost beta 1,5. V času objave poročila je bila **Studio Babelsberg** nezadolžena družba, kar pomeni, da je bila njena kapitalska struktura popolnoma enaka strukturi CDL, zato v tem primeru bete ni treba prilagoditi.

Ta neposredni dokaz iz podrobnih poročil o dveh neposrednih konkurentih kaže, da je beta, ki se uporablja za CDL (vsaj) v razponu od 1,5 do 1,68. Poleg tega bo zaradi razlogov, ki jih je Komisija že razložila, v naložbah v CDL verjetno več idiosinkratičnega tveganja. Količnik beta bo torej v primeru CDL večji kot pri konkurentih.

V nadaljevanju smo za CDL izračunali aritmetično povprečje med tema dvema vrednostma (čeprav je verjetno idiosinkratično tveganje v primeru CDL večje). Treba je omeniti, da so te podatke zagotovili finančni analitiki, ki so opravili podrobno analizo družb Carrere in Studio Babelsberg.

Spodnja meja pričakovanega donosa lastniškega kapitala za zasebnega vlagatelja bi torej bila:

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

Ta podatek je koristno izračunati, ker pomeni, da se vrednost WACC, ki je bistveno pod **14,91 %**, lahko zavrne.

Pasti v metodologiji LECG

Ocena, ki jo daje študija LECG, ki vodi do diskontnega faktorja 5,15 %, ima metodološke pomanjkljivosti. LECG trdi, da je pravilni približek tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC) realizirani donos sredstev (ROA) enega ali morda dveh konkurentov (Pinewood in Babelsberg).

([1]) *Global insight.*
([2]) Pablo Fernández 2004, *Market risk premium: required, historical and expected.* Working paper IESE Business School.

Pri obračunu donosa, kot je donos sredstev, se na splošno ne bi smel šteti za pravilno merilo vlagateljevega pričakovanega donosa vsaj zaradi treh razlogov [1]. Donosi se obračunavajo vsaj vsako leto, medtem ko bi razumni vlagatelj upošteval donos v celotni življenjski dobi projekta. Drugič, obračunski podatki so pretekli podatki o družbi, zato so bolj prilagojeni naknadni oceni uspešnosti podjetja kot pričakovani uspešnosti prihodnjih naložb. Vlagateljev dejansko ne zanima obračunavanje zaslužka, temveč prej finančne koristi, in sicer denarni tokovi, ki jih prejmejo od svoje naložbe.

Poleg tega bi morala LECG primerjati merilo WACC z ROCE (donos vloženega kapitala), in ne z donosom sredstev (ROA). Merilo WACC se torej nanaša na skupni kapital, to je na lastniški kapital in finančni dolg. Na strani obveznosti v običajni bilanci stanja pa nista samo lastniški kapital in finančni dolg, ampak so tam tudi tekoče obveznosti, to so obveznosti do dobaviteljev. Zato so skupna sredstva enaka ali višja kakor skupni kapital, za določen donos pa je ROA nižji ali enak ROCE [2]. Zato bi bilo treba z WACC primerjati ROCE in ne ROA. Projekt doseže pozitivno vrednost le, če je realizirani donos uporabljenega kapitala enak ali večji od WACC.

Podatki o konkurentih

Preden pregledamo tržne podatke, bi ponovno poudarili, da so ustrezno merilo predvideni stroški lastniškega kapitala. Naknadno ugotovljeni donosi so samo nepopoln približek predvidenih pričakovanj, saj naknadno realizirani donosi niso nujno enaki predvidenim zahtevanim donosom. Če vlagatelje zanima preteklo poslovanje gospodarske panoge, morajo pregledati ROCE, naknadni donos, ki je sorazmerno neodvisen od kapitalske strukture različnih podjetij, ker vključuje dolžniški in lastniški kapital. Z naraščanjem stopnje finančnega vzvoda v družbi se v primerjavi z ROCE povečuje donos lastniškega kapitala za delničarje.

V nadaljevanju analiziramo podatke o ROCE reprezentativne skupine konkurentov iz različnih virov ter ugotavljamo, da so rezultati usklajeni z našo kalibracijo.

1. *Podatki AMADEUS*

AMADEUS je izčrpna, vseevropska podatkovna zbirka finančnih informacij o več kot 11 milijonih javnih in zasebnih podjetjih v 41 evropskih državah, ki jih zagotavlja Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing. BvD je eden od vodilnih svetovnih ponudnikov bilančnih podatkov podjetij, največ podatkov je iz Evrope.

Mediana je številka, ki ločuje zgornjo polovico vzorca od spodnje. Če so opazovane vrednosti urejene naraščajoče ali padajoče, je mediana na sredi.

Aritmetična sredina (povprečje) je vsota vseh opazovanih vrednosti, deljena z njihovim številom.

V številnih primerih mediana in povprečna vrednost sovpadata. Lahko se precej razlikujeta, če je opazovani primer kljub velikosti vzorca neenakomeren (npr. zato ker vsebuje precej ekstremnih vrednosti).

Za predstavljene podatke je značilno, da so vrednosti povprečja višje od mediane (pozitiven odklon). Ker je povprečje občutljivo na ekstreme, smo se raje osredotočili na mediano. Zaradi te odločitve bodo donosi manjši, kot če bi uporabili povprečje vzorca.

Analiza skupine primerljivih podjetij

Obravnavali smo zelo obsežen vzorec, ki je obsegal vse dejavnosti iz kategorije NACE 921 (Filmska in video dejavnost), kar pomeni več kakor 11 000 opazovanj v obdobju med letoma 1994 in 2008.

	Mediana
Donos vloženega kapitala (ROCE)	13,56 %

[1] Hans W. Friederiszick in Michael Troge, GD COMP, CET, „*Applying the MEIP to State Owned Companies – Lessons learned from the German Landesbanken Cases*“, *Competition Policy Newsletter*, št. 1, spomladi 2006.

[2] Ta zmeda je pogosto posledica nekaterih avtorjev v finančni literaturi, ki predpostavljajo poenostavljeno bilanco stanja, v kateri sta samo lastniški kapital in finančni dolg, ni pa tekočih obveznosti. V takih primerih je ROA enak ROCE. V resničnem svetu ponavadi ni tako.

Pinewood-Shepperton, Carrere Group in Barrandov Studio spadajo v ožji razred NACE, označen s štirimestno numerično šifro 9211 (Filmska produkcija). Poleg klasifikacije NACE tudi AMADEUS podrobneje razvršča podjetja po skupinah, tako da združuje podjetja iz iste kategorije NACE glede na velikost. Pinewood-Shepperton, Carrere Group in Barrandov Studio spadajo v skupino „zelo velikih družb“ v okviru NACE 9211 („zelo velike“ ni absolutna mera, ampak glede na druga podjetja iz kategorije NACE 9211). Mediana ([1]) za to skupino, ki je v obdobju med letoma 2000 in 2006 štela 45 podjetij, je v primerih, za katere so obstajali podatki:

	Mediana
ROCE	10,1 %

Studio Babelsberg je v klasifikaciji AMADEUS uvrščen pod enako oznako NACE kot prejšnje tri družbe, vendar spada le med „velike družbe“. Skupino „velike“ družbe v okviru oznake NACE 9211 sestavlja 133 družb. Mediana te skupine v enakem obdobju (2000–2006) je:

	Mediana
ROCE	10,1 %

Cinecitta Studios spada pod kategorijo „Oglaševanje“ v NACE, kar pomeni, da ta skupina podjetij ni primerna za primerjavo. Tudi CDL je bil razvrščen v skupino podjetij v NACE 7413 (Raziskovanje trga in javnega mnenja), ki po našem mnenju ni primerna za našo oceno.

2. *Podatki ORBIS* ([2])

Da smo dobili podatke o podjetjih, navedenih v pripombah, ki so jih dali španski organi, smo se morali zateči k zbirki ORBIS. V zbirki ORBIS so bili na voljo podatki za naslednja podjetja:

— Pinewood Shepperton

— Studio Babelsberg

— Carrere Group

— Cinecitta

— Ealing Studios

— Barrandov

— Prime Focus

— Ray Corp

— EUROPACORP

Mediana za te družbe in za obdobje med letoma 2002 in 2007 je:

	Mediana
ROCE	10,82 %

Ker to skupino podjetij sestavljajo jasno določeni konkurenti, ni tveganja, da bi vključili „odstopnika“, ki dejansko ni dejaven v istem segmentu kot CDL (kot bi se lahko zgodilo pri skupinah podobnih podjetij, sestavljenih v okviru AMADEUS). Zato navajamo tudi povprečje za navedeno skupino v obdobju 2000–2007.

	Povprečje
ROCE	12,26 %

([1]) Kot je navedeno zgoraj, je mediana za to skupino nižja od aritmetičnega povprečja. AMADEUS za analizo te skupine podobnih podjetij navaja letno mediano ROCE, ki velja za celo skupino. Zaradi združevanja v daljšem časovnem obdobju (podatek, naveden v besedilu) smo izračunali „mediano letnih median“.

([2]) ORBIS je globalna podatkovna zbirka s podatki o več kot 50 milijonih podjetij po vsem svetu (Bureau van Dijk Electronic Publishing).

Sklepi

Naši kalibrirani oportunitetni stroški kapitala za naložbe v CDL znašajo 14,91 %. Če sprejmemo poslovni načrt za leto 2004, kot so ga predložili analitiki CDL in LECG, znaša notranja stopnja donosa tega projekta 5,74 %. Poudarjamo, da so videti denarni tokovi, napovedani v poslovnem načrtu iz leta 2004, neupravičeno optimistični, zlasti ob upoštevanju dejanskih izgub, ki jih je družba imela v obdobju med letoma 2002 in 2004 ([1]). Po informacijah, ki jih imamo na voljo, bi torej lahko sklepali, da so bili pričakovani denarni tokovi v poslovnem načrtu iz leta 2004 zgornja meja.

Kot je navedeno v uvodu, bi vlagatelj vlagal v projekt le po notranji stopnji donosa, ki bi bila višja od oportunitetnih stroškov kapitala. Zato bi vlagatelj v CDL zahteval precej višjo notranjo stopnjo donosa (vsaj 14,91 %), da bi vlagal v ta projekt. Zaključimo lahko, da naložbe v CDL niso izpolnjevale načela vlagatelja v tržnem gospodarstvu.

Če je WACC = 14,91 % in ob predpostavki, da so napovedi denarnih tokov za leto 2004 zgornja meja, smo izračunali NPV projekta kot vsoto diskontiranih denarnih tokov. Na podlagi pripomb španskih organov se je pokazalo, da je naložba 199 milijonov EUR vsota denarnih tokov v obdobju med letoma 2005 in 2007. Denarni tok zadnjega obdobja vključuje preostalo vrednost, izračunano z uporabo dividendno diskontnega modela:

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

kjer je D_t dividenda za izplačilo leta t, g je stopnja rasti dividend in r diskontna stopnja.

Ta izraz je zelo občutljiv za parametra D_t in g. Izračun natančnih ocen D_t in g presega namen tega sporočila. Zato kot merilo uporabljamo vrednosti, ki so jih navedli španski organi, in sicer D_t = 8 651 (denarni tok zadnjega obdobja) in g = 2,553 % (stopnja inflacije). Kljub temu uporabljamo svojo ocenjeno diskontno stopnjo 14,91 %. Na podlagi vrednosti teh parametrov ima projekt negativno čisto sedanjo vrednost NPV = –131,65 milijonov

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Denarni tok	– 884	– 1 792	– 2 601	– 118 177	– 55 813	– 25 088	4 462
Diskont	(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
Diskontirani denarni tok (DCF)	**– 1 167,26**	**– 2 059,19**	**– 2 601,00**	**– 102 843,09**	**– 42 268,78**	**– 16 534,56**	**2 559,16**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Čista sedanja vrednost (NPV)
Denarni tok	5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	*80 447*	
Diskont	1/(1 + WACC)^5	1/(1 + WACC)^6	1/(1 + WACC)^7	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	
Diskontirani denarni tok (DCF)	**2 758,17**	**2 849,86**	**2 586,30**	**2 650,40**	**2 378,07**	**20 041,62**	**– 131,65**

Pripombe k zadnji vlogi (25. marca)

Sporočilu z dne 25. marca manjka metodološke natančnosti, nekatere osrednje trditve pa niso najbolj utemeljene. Pravi, da:

([1]) Vir: ORBIS Company Report.

… „Za količinsko opredelitev tega donosa in zlasti premije za tveganje, ki bi jo od projekta zahteval zasebni vlagatelj, so uporabljeni različni modeli, najobičajnejši pa je model določanja cen dolgoročnih naložb (CAPM). Če bi na primer ta model uporabili v obravnavanem primeru, bi zasebni vlagatelj ‚zahteval' premijo za tveganje, ne donosa, v višini 3,75 % leta 2000 in 2,07 % leta 2004,"

in v nadaljevanju predstavlja naslednjo preglednico:

Table 1

Estimate of the risk premium *required* from CDL according to the CAPM model

	Market risk premium	Beta of Ciudad de la Luz	Risk premium *required* from Ciudad de la Luz
2000	9,49 %	0,395	3,75 %
2004	5,25 %	0,395	2,07 %

V sporočilu je torej navedeno, da količnik beta CDL znaša ß = 0,395. Ta domneva je neutemeljena ter ni podprta z nobenimi zanesljivimi in preverljivimi podatki. Poleg tega se težko sklada z zdravo pametjo.

Spodaj navajamo neposredne navedbe Brealey in Myers, osrednje reference v sporočilu LECG.

„… količnik beta meri občutljivost vrednostnega papirja na gibanja na trgu. Vrednostni papirji s količniki beta, večjimi od 1,0, povečujejo splošna gibanja na trgu. Vrednostni papirji s količniki beta od 0 do 1,0 se gibljejo s trgom, vendar ne sežejo enako daleč. Trg je seveda ‚portfelj vseh vrednostnih papirjev', zato ima ‚povprečni vrednostni papir' beto 1,0" (poglavje sedem, str. 174).

Vrednostni papirji z višjimi količniki beta pomenijo torej večjo volatilnost in so bolj tvegani.

Vlaganje v CDL je vsaj enako tvegano kot vlaganje v uveljavljene konkurente, katerih bete so bistveno višje od 1 (glej ocene KBC Securities and Spezialist für Finanzaktien).

Z vidika netvegane stopnje donosa je videti zelo oportunistično izkoristiti sedanjo začasno finančno krizo, da bi ovrgli vrednost, ki jo je izbrala Komisija in ki ustreza netvegani stopnji donosa v obdobju vlaganja v CDL.

Dodatek

Vlagatelji morajo za financiranje projekta vložiti nekaj kapitala. Tak kapital ima stroške. To so stroški kapitala.

Po navadi obstajata dva splošna vira kapitala:

— Lastniški kapital (E)

— Finančni kapital/dolg (D)

Vsota lastniškega in dolžniškega kapitala je skupni kapital (C), izražen v EUR. Vsak od teh dveh virov kapitala ima svoje stroške. Ugotovili smo:

— K_e stroški lastniškega kapitala, izraženi v %,

— K_d stroški finančnega kapitala (dolg), izraženi v %.

Skupni stroški kapitala so torej tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC), z upoštevanjem deleža lastniškega in deleža dolžniškega kapitala. Tako imamo:

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

Tudi K_d in K_e sta pričakovana in ne pretekla stroška finančnega in lastniškega kapitala.

Ob upoštevanju davčnih ugodnosti dolžniškega financiranja in ob predpostavki, da je T davčna stopnja, ki se uporablja za CDL, dobimo:

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

V obravnavanem primeru CDL v poslovnem načrtu za leto 2000 ni omenjen dolg. Ker je bil projekt v celoti financiran z lastniškim kapitalom, dobimo naslednje:

$$WACC = K_e$$

PRILOGA II

[prilagojeno iz dokumenta, pripravljenega marca 2010]

Odgovor na sporočilo z dne 19. oktobra 2009, ki ga je pripravila LECG

Odgovor svetovalne družbe LECG na analizo Komisije obravnava štiri vprašanja:

1. Domnevno nepravilno uporabo modela CAPM.

   LECG sicer sprejema, da je analiza na podlagi CAPM pravilna pot, vendar pa dvomi o vrednosti parametrov, ki jih je uporabljal GD COMP. Natančneje, LECG trdi, da:

   — premija za tveganje lastniškega kapitala bi morala biti nižja,

   — količniki beta bi morali biti manjši.

2. Komisija se za določitev ustreznega merila ne bi smela omejiti le na poslovni načrt družbe Consultia IT, ampak bi morala uporabljati tudi poslovni načrt Arthurja Andersena iz leta 2000.

3. Komisija ni uporabila primernih finančnih kazalnikov za oceno pričakovane donosnosti projekta CDL.

4. Komisija tudi ni upoštevala pričakovanih donosov, ki bi bili posledica razvoja hotelov in pisarn.

1. **Parametri CAPM**

1.1 *Premija za tveganje lastniškega kapitala*

LECG podvomi o naši odločitvi o uporabi preteklih podatkov za premije, na podlagi dokumenta Fernández (2004), za oceno premije za tržno tveganje v Španiji med letoma 2000 in 2004. Namesto tega pravi, da bi bilo treba uporabiti podatke iz poznejšega dokumenta istega avtorja ([1]).

Kot bo prikazano spodaj, poročilo LECG zelo selektivno navaja ta dokument.

Poročilo LECG pravi, da bi se morala namesto pretekle premije uporabljati zahtevana premija za tveganje lastniškega kapitala. Vendar pa Fernández (2009) pravi:

„Zaključimo lahko, da ni splošno sprejete ocene premije za tveganje lastniškega kapitala ali skupne metode za njeno oceno. […]

Priporočila v zvezi s premijo za tveganje lastniškega kapitala iz 150 učbenikov za finance in ocenjevanje, objavljenih v letih od 1979 do 2009, znašajo od 3 % do 10 %. Različne knjige uporabljajo različne premije za tveganje lastniškega kapitala na različnih straneh in večina jih ne loči med štirimi različnimi pojmi, ki jih označuje izraz ‚premija za tveganje lastniškega kapitala': in sicer preteklo, pričakovano, zahtevano in predvideno premijo za tveganje lastniškega kapitala. […]

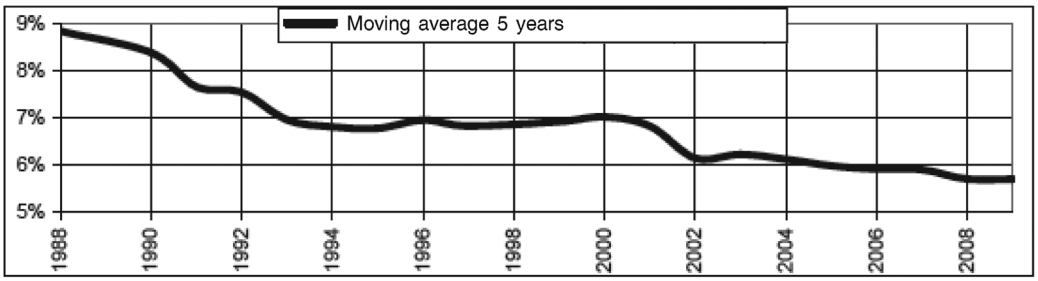
129 knjig pravi, da sta pričakovana in zahtevana premija za tveganje lastniškega kapitala sinonimna izraza, 82 pa jih ne loči med pričakovano in preteklo premijo za tveganje lastniškega kapitala."

Poleg tega poročilo LECG v zvezi z njeno konkretno vrednostjo predlaga uporabo premije za tveganje lastniškega kapitala, ki jo je pred kratkim predstavil Fernández (2009). Fernández priporoča uporabo zahtevane premije za tveganje lastniškega kapitala (REP) v višini od 3,8 % do 4,3 %. V obravnavanem primeru ta razpon ne velja iz vsaj dveh razlogov. Prvič, omejen je zato, ker je to subjektivna ocena enega posameznika. Treba je opozoriti, da Fernández navaja tudi povprečno vrednost iz 150 učbenikov (glej graf spodaj). Drugič, in to je tudi najpomembnejše, priporočena uporaba vrednosti od 3,8 % do 4,3 % je ocena sedanje premije za tveganje lastniškega kapitala

([1]) Pablo Fernández (2009): *The Equity Premium in 150 Textbooks*. Working paper IESE Business School.

in ne premije, ki je prevladovala v letih 2000 in 2004. Vrednosti parametrov, ki jih je treba uporabiti v CAPM, bi morale veljati v času, ko je bila sprejeta poslovna odločitev (torej za naprej in ne za nazaj). Ustrezna premija za tveganje lastniškega kapitala je torej tista, ki je prevladovala v letu 2000 (ali 2004) in ne 2009. V zvezi s tem Fernándezov dokument (2009) *navaja* enotne ocene REP v letih 2000 in 2004. Treba je poudariti, da vrednost REP leta 2004 presega 6 %, njena vrednost za leto 2000 pa znaša okoli 7 %. Naša ocena pred objavo tega dokumenta je bila pravilna in je bila v tem razponu; znašala je 6,8 %.

„Podatek spodaj kaže gibanje drseče sredine zahtevane premije za tveganje lastniškega kapitala (REP) (za zadnjih 5 let), ki se uporablja ali je priporočena v 150 učbenikih za finance in vrednotenje."



1.2 *Količnik beta*

Poročilo LECG v zvezi s količnikom beta sproža dvome o uporabi ocen, ki so jih navedle zasebne družbe, specializirane za ocenjevanje vrednosti. Spodaj so navedene povezave na študije, ki jih navajamo:

Carrere (podatki, ki smo jih uporabili, so na strani 5 poročila spodaj):

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

Studio Babelsberg (glej str. 10):

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

Po našem mnenju bi zasebni vlagatelj poiskal podatke za določitev predvidenega količnika beta točno tukaj. Analitiki imajo posebne veščine za vrednotenje predvidenih ocen.

Dve študiji navajata količnike beta za nekatere tesne konkurente Ciudad de la Luz.

Pablo Fernández, avtor, ki ga obširno, a selektivno navaja študija LECG, je veliko pisal o tem, da so pretekli količniki beta (kot jih predlaga LECG) skoraj nepomembni.

V svojem dokumentu „Are calculated betas worth for anything?" (Working paper IESE Business School) Pablo Fernández (2008) predstavlja močne argumente proti uporabi izračunanih količnikov beta v ocenah:

„Dokazujemo, da je na splošno zelo velika napaka uporabiti pretekli količnik beta kot približek za pričakovani količnik beta. Prvič zato, ker je skoraj nemogoče izračunati smiseln količnik beta glede na to, da se pretekli vsakodnevno dramatično spreminjajo; drugič zato, ker zelo pogosto ne moremo statistično zanesljivo trditi, da je količnik beta ene družbe manjši ali večji od količnika beta druge družbe; tretjič zato, ker so pretekli količniki beta v številnih primerih precej nesmiselni: družbe z velikim tveganjem imajo zelo pogosto manjše pretekle količnike beta od družb z majhnim tveganjem; četrtič zato, ker so pretekli količniki beta precej odvisni od tega, kateri indeks se uporablja pri njihovem izračunu …] [1]" (naš poudarek).

Tretji argument, ki ga poudarja Fernández (2008), dokazuje tudi, da vrednosti beta, ki jih navaja LECG, ne morejo biti pravilne. Fernández trdi, da imajo družbe z velikim tveganjem velik količnik beta. To je precej intuitivno: zahtevani donos za projekt z velikim tveganjem (kakršen je CDL), bi moral presegati donos razpršenega portfelja (npr. IBEX 35).

[1] Damodaran (Damodaran, Aswath (1994), Damodaran on Valuation. New York: John Wiley and Sons) se poslužuje istegfa prostopa za izračun količnika beta za Disneya. Rezultat pri dnevnih podatkih je 1,33; pri tedenskih 1,38; pri mesečnih 1,33; pri četrtletnih 0,44 ter pri letnih 0,77. Za triletno obdobje je rezultat 1,04; za petletno 1,13 ter za desetletno 1,18. Poleg tega je beta odvisna tudi od indeksa, uporabljenega za primerjavo. Za Dow 30 tako znaša 0,99; za S&P 500 znaša 1,13, za Wilshire 5000 pa 1,05.

V drugem dokumentu, ki je osredotočen na Španijo („On the instability of betas: the case of Spain“, 2008, Working paper IESE Business School), Pablo Fernández ponovno dokazuje, da je uporaba količnikov beta, izračunanih na podlagi preteklih podatkov, za izračun zahtevanega donosa lastniškega kapitala, velika napaka.

„To je napaka zaradi več razlogov:

1. ker se količniki beta, izračunani na podlagi preteklih podatkov, vsakodnevno precej spreminjajo;

2. ker so izračunani količniki beta zelo odvisni od tega, kateri borzni indeks je bil uporabljen kot tržna referenca;

3. ker so izračunani količniki beta zelo odvisni od tega, katero preteklo obdobje (5 let, 3 leta …) se uporablja za izračun;

4. ker so izračunani količniki beta odvisni od tega, kateri donosi (mesečni, letni …) se uporabljajo za izračun;

5. ker zelo pogosto ne vemo, ali so količniki beta ene družbe manjši ali večji od količnika beta druge;

6. ker izračunani količniki beta niso tesno povezani z delniškimi donosi;

7. ker so korelacijski količniki (in R2) regresij, ki se uporabljajo za izračun količnikov beta, zelo majhni.“

V dokumentu je zbranih veliko primerov v podporo vsem tem sedmim trditvam.

2. **Ustrezni časovni okvir**

V predhodni analizi smo kot referenčno leto za izračun NPV uporabili leto 2004, ker je bil to čas, ko je bila odobrena celotna naložba 199,4 milijona EUR. Našo analizo z lahkoto lahko ponovimo tudi za leto 2000. WACC, ki bi bil rezultat tega izračuna, bi bil višji kakor za leto 2004 ([1]) zaradi višje premije za tržno tveganje (ki bi morala po informacijah, ki jih je zbral Fernández, znašati okoli 7 % – glej oddelek 1.1) in višje netvegane stopnje donosa (ki je v Španiji leta 2000 znašala 5,53 % ([2])). Notranja stopnja donosa v višini 8,84 % bi bila še vedo nižja od stroškov kapitala (natančneje: WACC = 5,53 % + 1,59 * 7 % = 16,66 %).

Naredili bi lahko še korak naprej in izračunali NPV projekta za leto 2000. Ob upoštevanju vseh pridržkov, ki smo jih poudarili v predhodni analizi (tj. uporabo nominalne vrednosti denarnih tokov in parametrov, ki se uporabljajo za izračun končne vrednosti, razen seveda WACC), smo dobili naslednjo negativno vrednost NPV:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Čista sedanja vrednost (NPV)
Denarni tok	– 46 479	– 69 719	9 005	12 616	6 930	7 710	68 698	
Diskont	1	1/(1 + WACC)	1/(1 + WACC)^2	1/(1 + WACC)^3	1/(1 + WACC)^4	1/(1 + WACC)^5	1/(1 + WACC)^6	
16,66 %	1	0,8572	0,7348	0,6298	0,5399	0,4628	0,3967	
Diskontirani denarni tok (DCF)	– 46 479	**– 59 762,56**	**6 616,67**	**7 946,13**	**3 741,50**	**3 568,16**	**27 252,87**	**– 57 116,22**

([1]) Po naših izračunih je leta 2004 WACC znašal 14,91, z uporabo netvegane stopnja donosa 4,1 % in premije za tržno tveganje 6,8.
([2]) Glej statistične podatke OECD.

3. **Finančni kazalniki**

Poročilo LECG se strinja z našim stališčem, da je CAPM pravi instrument za oceno predvidenih stroškov kapitala. Poleg tega poročilo ne navaja nobenih argumentov, ki bi ovrgli uporabo ROCE kot približka WACC. Zato ni treba ponoviti utemeljitve, ki je navedena že v prejšnji opombi. Verjetno pa bi bilo vseeno koristno spomniti, zakaj je ROCE najpomembnejše razmerje. Ker se gospodarska donosnost družbe meri naknadno z razliko med donosom vloženega kapitala in stroški kapitala, bi bil, če bi določili merilo na podlagi preteklih podatkov konkurentov za določitev minimalnega donosa, ki ga zahtevajo vlagatelji, najprimernejši približek povprečni ROCE v gospodarski panogi.

4. **Obseg naložbe v hotele in pisarne**

Ocene na tej točki temeljijo na novih dokazih, in sicer na šestih poročilih o vrednotenju zemljišč. Predhodno ugotavljamo, da so bila ta dokazila predložena naknadno in niso bila del informacij, ki so bile na voljo potencialnemu vlagatelju v času naložbe ([1]). Drugič, ugotavljamo, da poročilo Arthurja Andersena omenja samo možnost razvoja hotelskega kompleksa (v tretji fazi) in določenih pisarniških prostorov (v četrti fazi). Poročilo vsebuje oceno stroškov za razvoj hotelov in pisarn, vendar ne z njimi povezanih prihodkov; zato manjkajo podatki za oceno donosnosti razvoja zemljišč. Za razvoj tretje in četrte faze ni bil predložen noben poslovni načrt. V poslovnem načrtu družbe Consultia IT so hoteli omenjeni samo posredno z omembo območja dodatnih storitev, pisarne pa sploh niso omenjene. Poleg tega te dejavnosti v oddelku o ekonomskih in finančnih napovedih sploh niso upoštevane. Skratka, zasebni vlagatelj na nobeni stopnji ni bil obveščen o poslovnih načrtih v zvezi z razvojem zemljišč. To pomeni, da bi morala predhodna ocena projekta temeljiti izključno na poslovnih načrtih v zvezi s filmskimi studii; vsa zadevna dokazila namreč kažejo, da razvoj zemljišč ni bil del prvotnega poslovnega načrta. V pripombah, ki jih je LECG predložila aprila 2008, je dejansko v oddelku 5 izrecno navedeno (Operativna vrednost hotelskega in trgovinskega kompleksa v Ciudad de la Luz), da podatki o naložbah v storitveni kompleks (hotelsko in trgovinsko območje) niso bili analizirani v nobenem od dveh poslovnih načrtov, ker (i) zgoraj omenjene pomožne površine bi bile v vsakem primeru zgrajene po studiu in (ii) donosnost studia je bila dovolj velika, zato takrat ni bilo treba analizirati dodatnih denarnih tokov, ki bi jih lahko proizvajala Ciudad de la Luz.

Edine ustrezne informacije, ki so pomembne za oceno zemljišč, so ponudbe, ki jih je leta 2005 prejela Ciudad de la Luz za gradnjo in upravljanje hotelskega in trgovinskega kompleksa, predstavljene v prej omenjenem oddelku 5. To je ocena, ki jo je opravil trg v obdobju naložbene odločitve; za to obdobje je poleg tega značilen tudi razcvet nepremičninskega trga. Kot bo razloženo v naslednjem oddelku, ocene družbe EUROVAL ne zagotavljajo ustreznih usmeritev v zvezi z vrednostjo zemljišč.

Za izračun NPV, vključno s tem dodatnim razvojem zemljišč, bi lahko uporabili ceno, ki jo je določil trg (dejstvo, da je sorazmerno nizka, kot priznavajo tudi španski organi, dejansko dokazuje, da ta razvoj nepremičnin zasebnim vlagateljem ni bil videti zanimiv).

V naslednji preglednici so izračuni NPV, ki vsebujejo razvoj nepremičnin na podlagi ponudb, ki so bile dejansko prejete leta 2005 (560 000 EUR na leto, prilagojeno za inflacijo, kot navaja LECG). Takoj lahko vidimo, da NPV ostaja negativna.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Denarni tok	– 884	– 1 792	– 2 601	– 118 177	– 55 813	– 25 088	4 462
IPC hoteli				1,000	1,021	1,042	1,064
Hoteli				560	572	584	596
Skupaj	– 884	– 1 792	– 2 601	– 117 617	– 55 241	– 24 504	5 058
Diskont	(1 + WACC)^2	1 + WACC	1	1/(1 + WACC)	1/(1 + WACC)^2	1/(1 + WACC)^3	1/(1 + WACC)^4

([1]) Poročilo LECG z dne 25. aprila 2008 podobno že na začetku (začetek oddelka 2.1.) pravi, za je za uporabo MEIP upoštevno vprašanje „Ali je na podlagi podatkov, ki so bili na voljo v času, ko je bila izvedena naložba, projekt zagotavljal zadostno donosnost, da bi se lahko zasebni vlagatelj odločil tudi za to naložbo? […] Naložbeno odločitev je treba analizirati s predhodnega vidika.“

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
14,91 %	1,3204	1,1491	1,0000	0,8702	0,7573	0,6591	0,5735
Diskontirani denarni tok (DCF)	**– 1 167,26**	**– 2 059,19**	**– 2 601,00**	**– 102 355,76**	**– 41 835,77**	**– 16 149,82**	**2 901,01**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	Čista sedanja vrednost (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	
1/(1 + WACC)^5	1/(1 + WACC)^6	1/(1 + WACC)^7	1/(+ WACC)^8	1/(1+/WAC-C)^9	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**

Družba Euroval je pripravila vrsto poročil o oceni vrednosti zemljišč. Ta poročila je naročila Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana, vlagatelj v Ciudad de la Luz (CDL). To poročilo vsebuje objektivno oceno zemljišč, ki bi se uporabljala za gradnjo hotelov in pisarn v kompleksu CDL. Ocene se nanašajo na leta 2000, 2002 in 2009. Za vsako leto sta ocenjena dva sklopa: eden za razvoj hotelskega kompleksa, drugi za pisarniški del; skupaj je tako 6 poročil o oceni vrednosti.

Ker so poročila pripravljena po na splošno enakih metodologijah, so nekatere naše pripombe splošne; pri pripombah k posebnim trditvam pa je navedeno ustrezno poročilo, za katero veljajo.

Ta opis omejitev navedenih poročil zaključuje, da so njihove ocene vrednosti nezanesljive. Poleg tega ugotavlja, da poročilo o oceni vrednosti ni združljivo z nekaterimi navedbami v dokumentih, ki so jih pred tem predložili španski organi. Navaja tudi dokazila, ki bi se lahko uporabila za oceno vrednosti zemljišč.

4.1 *Poročila*

Videti je, da družba Euroval ni podpisala niti žigosala nobenega od teh poročil, kar pomeni, da ni nobenih dokazil, da navedeni subjekt prevzema odgovornost za ocene vrednosti.

Španski organi trdijo, da poročila o oceni vrednosti zemljišč, pripravljena v letih 2000 in 2002, ne izpolnjujejo zahtev Ministrske uredbe ECO 805/2003 o oceni vrednosti zgradb, „ker njihov namen ne spada v obseg uporabe navedene uredbe“ (npr. str. 3 poročila, ki vsebuje oceno vrednosti pisarniških prostorov za leto 2000). Ni razloženo, zakaj naj se ne bi uporabljala navedena ministrska uredba. Zgoraj omenjena ministrska uredba je navedena tudi v povezavi z Zakonom št. 6/1998 o oceni vrednosti zemljišč (str. 13 zgoraj navedenega poročila). Ker je ocena vrednosti za leto 2000 pripravljena leta 2002 za nazaj, naj bi „udeležena tehnična ekipa smela uporabiti prilagoditve izračunov in teorije, ki so po njenem mnenju najprimernejše za cilj, ki ga želi doseči“. Vendar pa „prilagoditve“ in „teorije“ niso pojasnjene. Tudi ni jasno, zakaj se ne more uporabljati veljavna zakonodaja, zlasti v zvezi z oceno vrednosti zemljišč. Niti ni utemeljena neuporaba zakonov, ki so veljali v času priprave.

Poročilo, ki vsebuje tekočo (2009) oceno vrednosti sklopa, namenjenega pisarniškim prostorom, vsebuje še bolj presenetljivo izjavo. Metode ocenjevanja vrednosti, ki se uporabljajo v skladu z veljavno zakonodajo, naj bi se lahko prilagodile, ker „je namen ocene vrednosti nedenarni prispevek na zadevni datum, zato udeležena tehnična ekipa lahko uporabi tiste prilagoditve izračunov in teorije, ki so po njenem mnenju najprimernejše za cilj, ki ga želi

doseči". Ker torej ocena vrednosti ni podlaga za denarno transakcijo, se lahko spremeni metoda ocenjevanja vrednosti, ki se mora uporabljati po zakonu. Natančneje, ker pri tem ne gre za dejansko denarno transakcijo, tehnična ekipa priznava, da meni, da lahko izvede vse prilagoditve, ki so po njenem mnenju primerne za „cilj, ki ga želi doseči".

Zato ni čudno, da družba Euroval ni uradno potrdila nobenega od šestih poročil.

4.1(a) Poročila v zvezi s pisarniško zgradbo (sklop NNT)

Poročila bi morala tudi jasneje razložiti, kaj pomeni kvalifikacija zemljišč za „terciarno rabo".

Najočitnejša omejitev teh poročil je način, kako določajo referenčne cene za pisarniške prostore v kompleksu Ciudad de la Luz. Na strani 18 poročila za leto 2000 je naštetih devet transakcij, vključno s ceno, plačano za kvadratni meter. Te transakcije so bile izvršene od decembra 1999 do septembra 2000, povprečna plačana cena pa je bila 1 111,7 EUR na kvadratni meter. Ta vrednost je vzeta kot merilo za pisarniške prostore v kompleksu Ciudad de la Luz.

Kompleks Ciudad de la Luz stoji zunaj mesta Alicante in blizu industrijskega kompleksa (*polígono industrial*). Nasprotno devet navedenih transakcij zadeva pisarniške prostore (povprečna velikost: 115,26 kvadratnega metra), ki se nahajajo na najprestižnejših poslovnih ulicah mesta Alicante. Uporaba teh transakcij za določitev referenčne cene za 66 576,54 m^2, ki bodo zgrajeni v Ciudad de la Luz, je preprosto nesmiselna.

Poročilo za znižanje tekočih vrednosti uporablja španski indeks cen življenjskih potrebščin (CPI – Indice de Precios al Consumo, IPC). IPC se zlasti uporablja za znižanje tekoče vrednosti zemljišč na vrednosti iz leta 2000 (str. 24). Ugotavljamo, da kot nakazuje ime, CPI/IPC ne obsega inflacije cen premoženja; indeks je izračunan na podlagi košarice življenjskih potrebščin. Uporaba CPI/IPC za znižanje vrednosti zemljišč in/ali nepremičnin še zdaleč ni neškodljiva, v nadaljevanju je tudi razloženo, zakaj.

Kot je znano, so v Španiji cene stanovanjskih nepremičnin več kot 10 let hitro rasle (večinoma so njene sedanje makroekonomske težave povezane s tem nepremičninskim balonom). Zaradi tega so cene zemljišč rasle veliko hitreje kot CPI na splošno.

Skladno s statističnimi podatki, ki jih je izbralo ministrstvo španske vlade za stanovanjske zadeve (Ministerio de Vivienda, http://www.mviv.es/es/), so se cene stanovanj v provinci Alicante v obdobju od prvega četrtletja 2000 do tretjega četrtletja 2009 povečale za 122,2 % (to obdobje je bilo izbrano, ker ustreza tistemu, ki ga uporablja Euroval v poročilu za leto 2000: od januarja 2000 do avgusta 2009). Bežen pregled časovne vrste kaže, da so cene stanovanj rasle najhitreje na začetku obravnavanega obdobja.

Isti vir statističnih podatkov zagotavlja tudi podatke o cenah zemljišč, žal pa šele od leta 2004 naprej. Povprečna cena za kvadratni meter mestnega zemljišča v provinci Alicante je v prvem četrtletju 2004 znašala 234,3 EUR/m^2. Ustrezni znesek za občine z več kot 50 000 prebivalci v provinci Alicante je bil v prvem četrtletju 2004 464,9 m^2.

Ker je cena zemljišč, ki se lahko uporabijo za nepremičninski razvoj mestnih zemljišč, tesno povezana s cenami stanovanj, lahko dobimo približek deflatorja za cene zemljišč v obdobju od prvega četrtletja 2000 do četrtega četrtletja 2003, tako da pregledamo inflacijo cen stanovanj v istem obdobju. Po podatkih španskega ministrstva za stanovanjske zadeve so se cene stanovanj v provinci Alicante od prvega četrtletja 2000 do tretjega četrtletja 2003 zvišale za 80,1 %.

Ne glede na to, ali se upošteva povprečna cena zemljišč za celotno provinco (234 EUR/m^2 v prvem četrtletju 2004) ali cena za velike občine (464,9 EUR/m^2 v prvem četrtletju), bi torej z uporabo deflatorja v navedenem obsegu (+/– 80 %) dosegli ceno, ki bi bila v prvem četrtletju 2000 precej nižja od tiste, ki je navedena v poročilu Euroval.

Treba je omeniti tudi, da si poročili glede razvoja cen nasprotujeta. Kot je navedeno zgoraj, je na strani 18 poročila naštetih devet transakcij, vključno s ceno, plačano za kvadratni meter. Te transakcije so bile izvršene od decembra 1999 do septembra 2000, povprečna plačana cena je bila 1 111,7 EUR na kvadratni meter. Ta vrednost je vzeta kot merilo za pisarniške prostore v kompleksu Ciudad de la Luz.

Poročilo iz leta 2009 je pripravljeno po enaki metodologiji. Na strani 18 je naštetih sedem transakcij, izvršenih od aprila 2007 do decembra 2008. Povprečna vrednost je 2 736,22 EUR na kvadratni meter. Poročilo iz leta 2009 torej jasno dokazuje, da je inflacija nepremičnin precej presegala 33,5 %, kot je bilo uporabljeno v poročilu iz leta 2000. S primerjavo obeh poročil ugotovimo, da je inflacija znašala 146,1 %. To je skladno s poročili ministrstva za stanovanjske zadeve: od prvega četrtletja 2000 do drugega četrtletja 2008 (v tem času je bila izvedena večina transakcij iz poročila iz leta 2009) so se cene stanovanj v provinci Alicante povišale za 152,1 %.

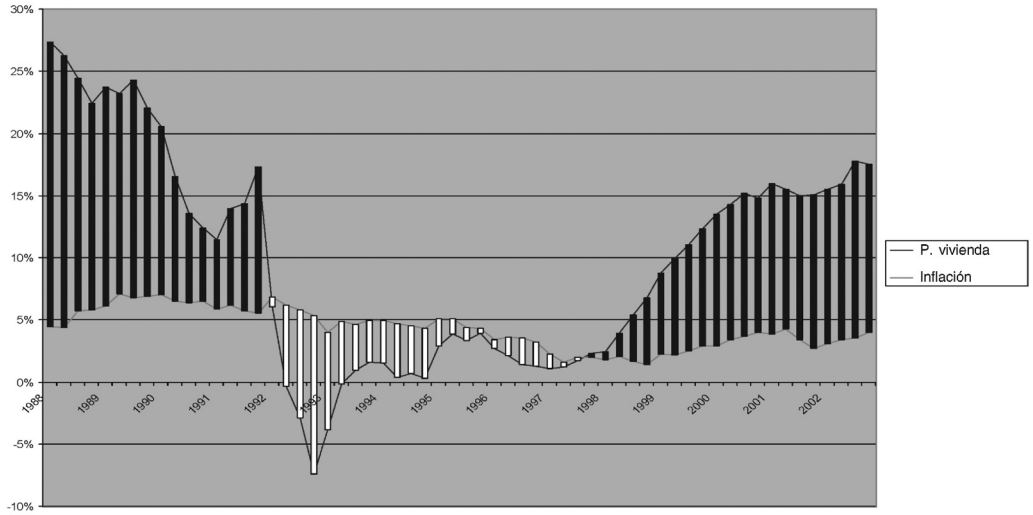
Dejstvo, da so podatki v poročilu iz leta 2009 za določitev tekočih cen zmanjšani za 15 %, ne spremeni celotne slike zadevnih razsežnosti.

Prav tako bi ponovili, da je uporaba cen za majhne pisarne v središču mesta Alicante za določitev referenčne cene v kompleksu Ciudad de la Luz nesmiselna.

Treba je upoštevati še dve pripombi. Prvič, v času hitre rasti cen nepremičnin cena zemljišč po navadi raste hitreje od cene stanovanj. V vsakem primeru indeks cen stanovanj podcenjuje inflacijo cene zemljišč. Drugič, povprečna cena zemljišč v velikih občinah verjetno ni reprezentativna za cene zemljišč na lokaciji, kakršna je lokacija CDL. Večina uporabljenih podatkov za določitev te povprečne cene so podatki za zemljišča, ki ležijo v mestih ali v bližini mest (npr. predmestne „urbanizaciones“); CDL stoji zunaj mesta na lokaciji, kjer je malo stanovanjskih nepremičnin (če sploh so).

Inflacija cen stanovanj je prikazana z gradivom, ki se uporablja za poučevanje drugega letnika na univerzi Unversidad Carlos III de Madrid, in ga najdemo na: http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/, materiales, Tema I, list 67, ki je prikazan spodaj. Ta grafični prikaz še potrjuje, da so cene stanovanj rasle precej hitreje od CPI/ICP.

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



Prvotni vir: *La vivienda en España: desgravaciones, burbujas y otras historias,* José García Montalvo.

V vseh drugih poročilih so argumenti, s katerimi se je dokazovalo, da so stroški razvoja zemljišč nični, zelo trhli, glede na to, da bi bilo treba kriti nekatere dodatne stroške.

Špekulativnost dokazujejo tudi razlika med vrednostmi, dobljenimi po dveh metodah vrednotenj (t. i. *dynamic residual method* in povečanje CPI), ki pri pisarniškem kompleksu (NNT) znaša 35 % (2002) ali več kot 50 % (2000).

4.1(b) Poročila o oceni vrednosti sklopa, namenjenega hotelskemu kompleksu (sklop NNH)

Poročili iz let 2000 in 2002 o drugem sklopu (NNH) imata enake omejitve (npr. uporaba neprimernega deflatorja, neutemeljena neuporaba metod ocenjevanja vrednosti, uveljavljenih v španski zakonodaji). Kot je navedeno zgoraj, nobeno od teh poročil ni podpisano ali žigosano.

Dodati je treba še nekaj pripomb. Poročili iz let 2000 in 2002 določata referenčne cene za hotelske sobe z uporabo povprečnih cen. Vendar vir ni naveden, niti ni jasno, ali se nanaša na provinco Alicante (poročilo iz leta 2002) ali na Comunidad Valenciana (poročilo iz leta 2000).

Izračunane povprečne cene so 44,95 EUR/nočitev v poročilu iz leta 2000 in 47,65 EUR/nočitev v poročilu iz leta 2002. Čeprav vir teh podatkov ni bil naveden, niso neskladne s prejšnjimi podatki.

Nasprotno pa poročilo iz leta 2009 za določitev referenčne cene navaja seznam 6 hotelov s 4 ali 5 zvezdicami na dobrih lokacijah. Ta naj bi znašala 104 EUR/nočitev. Nobene razlage ni, zakaj se metodologija za določitev referenčnih cen razlikuje od metodologije, uporabljene v poročilih iz leta 2000 in 2002.

Še pomembneje je, da je težko razumeti, zakaj se uporabljajo hoteli s 4 ali 5 zvezdicami. Ali obstajajo pokazatelji, da bo zunaj Alicanteja obstajalo povpraševanje po hotelih s 4 ali 5 zvezdicami, ki stojijo poleg avtoceste in industrijske cone?

Prav tako je zelo zgovorno tudi, da je bil edini hotel v bližini kompleksa CDL izpuščen. To je IBIS, katerega cene so poleti 2010 znašale od 49 EUR na nočitev (http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml, na dan 24. februarja 2010). Nadalje, cena luksuznih apartmajev poleg igrišča za golf (in razmeroma blizu CDL) je avgusta 2010 znašala 80 EUR na nočitev (visoka sezona, glej http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, na dan 24. februarja 2010).

Poročilo iz leta 2009 o sklopu NNH vsebuje tudi nekaj presenetljivih izjav. Najprej smo prijetno presenečeni, ko ugotovimo, da je metoda za ocenjevanje vrednosti skladna z zakonom (str. 13 se glasi: „Metodološke reference so merila iz ministrske uredbe ECO 805/2003 o oceni vrednosti nepremičnin in zakona št. 6/1998 z dne 13. aprila 1998 o oceni vrednosti zemljišč, pri čemer je namen ocenjevanja določiti današnjo vrednost.“) Na strani 25 ugotovimo, da poročilo o oceni vrednosti kljub vsemu *ne* izpolnjuje zahtev iz ministrske uredbe: „V skladu s členom 61(1)(b) uredbe ECO 805/2003, sprejete marca 2003, o pravilih za oceno vrednosti nepremičnin, bi poudarili, da to poročilu o oceni vrednosti formalno ni skladno z navedeno uredbo, ker njegov namen ne spada v obseg uporabe uredbe“ (*„por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma“*).

Zanimivo je tudi ugotoviti, da je med ocenami na kvadratni meter za oba sklopa (NNH in NNT) ogromna razlika. Ne zanikamo sicer, da predvidene rabe (pisarne ali hoteli) lahko razliko deloma pojasnijo, vendar je vrzel kljub vsemu očitna. Vrednosti hotelov nihajo od 144,12 EUR/m^2 (2000) do 188,35 EUR/m^2 leta 2009. Vrednost pisarniških prostorov sega od 491,64 EUR/m^2 (2000) do 800 EUR/m^2 leta 2009. S čim bi lahko razložili tako veliko razliko v gibanju cene (inflaciji) dveh sklopov, ki sta drug poleg drugega? Kako je mogoče razložiti več kot 300-odstotno razliko?

Ali naj sklepamo, da je to zato, ker je bila metodologija, uporabljena za oceno vrednosti sklopa, namenjenega hotelom, bližje zakonskim standardom? Ali bi bilo treba to pripisati večji preglednosti cene hotelske nočitve?

Navedeno je, da spremenljivi stroški obsegajo 50 % prihodkov (npr. na straneh 18 in 19 poročila iz leta 2009). Od kod prihaja ocena tako velike marže?

Stroški gradnje so ocenjeni na podlagi modula referenčne cene. Za poročili iz let 2000 in 2002 so izbrani pravilni podatki. Za poročilo iz leta 2009 pa je uporabljena številka 2006. Zakaj je tako?

4.2 *Premije za tveganja*

Ugotavljamo tudi, da poročila priznavajo, da so naložbe v hotelske objekte bolj tvegane od naložb v pisarniške prostore (npr. na str. 12 in 26 poročila iz leta 2000). Španski organi so dosledno priporočali gradnjo „hotelskega kompleksa“.

Poročilo tudi navaja, da je diskontna stopnja (*tipo de actualización*) navedena z naslednjo formulo (str. 16 poročila iz leta 2000):

i = netvegana stopnja donosa + premija za tveganje

Preglednica na isti strani določa minimalne premije za tveganja, ki se uporabijo. Ustrezne premije presegajo predvideni pričakovani donos na naložbe v Ciudad de la Luz.

In na koncu, premija za tveganje, uporabljena v izračunih na strani 21 poročila iz leta 2000 (10 %), je nižja kakor tista iz ustrezne preglednice na strani 16 (11 %).

4.3 *Verodostojne ocene vrednosti*

Za pridobitev verodostojne ocene vrednosti zemljišč bi bilo treba navesti ocene vrednosti okoli 2000 različnih sklopov s podobnimi značilnostmi glede velikosti in lokacije (poleg industrijskega kompleksa Aguas Amargas), ki so namenjeni „terciarni rabi“ in „hotelski rabi“.