

II

(Akty o charakterze nieustawodawczym)

DECYZJE

DECYZJA KOMISJI

z dnia 8 maja 2012 r.

w sprawie pomocy państwa SA.22668 – C 8/08 (ex NN 4/08) wdrożonej przez Hiszpanię na rzecz Ciudad de la Luz SA

(notyfikowana jako dokument nr C(2012) 3025)

(Jedynie tekst w języku hiszpańskim jest autentyczny)

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

(2013/126/UE)

KOMISJA EUROPEJSKA,

uwzględniając Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w szczególności jego art. 108 ust. 2 akapit pierwszy,

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

po wezwaniu zainteresowanych stron do przedstawienia uwag zgodnie z przywołanymi artykułami⁽¹⁾ i uwzględniając otrzymane odpowiedzi,

a także mając na uwadze, co następuje:

I. PROCEDURA

- (1) W dniu 22 lutego 2007 r. Komisja otrzymała skargę dotyczącą pomocy państwa od skarżącego A⁽²⁾ w sprawie domniemanego wsparcia udzielonego przez region Walencji kompleksowi studiów filmowych Ciudad de la Luz. Skarżący A potwierdził w dniu 15 marca 2007 r., że jego skargę można przekazać władzom hiszpańskim.
- (2) W dniu 10 kwietnia 2007 r. Komisja przekazała władzom hiszpańskim skargę w pełnym brzmieniu, wzywając do udzielenia informacji na temat domniemanej pomocy. Komisji nie zgłoszono wcześniej żadnych środków pomocy na rzecz branży filmowej w Walencji w celu zatwierdzenia pomocy państwa.
- (3) Po złożeniu wniosku o przedłużenie terminu w dniu 18 kwietnia 2007 r. (udzielonego dnia 24 kwietnia) władze hiszpańskie odpowiedziały na wystosowane przez Komisję wezwanie do udzielenia informacji dnia 15 czerwca 2007 r.

- (4) Dnia 30 kwietnia 2007 r. skarżący A przekazał linki do artykułów opublikowanych w piśmie „Variety” rzekomo określających dotacje związane z produkcją oferowane za kręcenie filmów w Walencji i potwierdzających, że studio Ciudad de la Luz przyciągało wysokobudżetowe produkcje filmowe⁽³⁾.
- (5) Komisja zwróciła się do władz hiszpańskich o przedłożenie dodatkowych informacji dnia 13 lipca 2007 r. Po złożeniu wniosku o przedłużenie terminu w dniu 18 lipca 2007 r. (udzielonego dnia 19 lipca) władze hiszpańskie odpowiedziały na wystosowane przez Komisję wezwanie do udzielenia informacji dnia 8 października 2007 r.
- (6) Dnia 15 lipca 2007 r. Komisja otrzymała skargę od skarżącego B⁽⁴⁾. Po otrzymaniu zgody skarżącego Komisja przekazała jego skargę władzom hiszpańskim w dniu 2 sierpnia 2007 r.
- (7) Pismem z dnia 13 lutego 2008 r. Komisja poinformowała władze hiszpańskie o wszczęciu postępowania przewidzianego w art. 108 ust. 2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej w odniesieniu do przedmiotowego środka pomocy. Hiszpania odpowiedziała na to pismo w dniu 28 kwietnia 2008 r.
- (8) Decyzję Komisji o wszczęciu postępowania opublikowano w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej*⁽⁵⁾. Komisja wezwała zainteresowane strony do przedstawienia uwag na temat przedmiotowej pomocy.

⁽¹⁾ Dz.U. C 134 z 31.5.2008, s. 21.

⁽²⁾ Skarżący A jest wiodącym europejskim studiem filmowym. Poprosił on, aby nie podawać jego tożsamości do wiadomości publicznej.

⁽³⁾ „New Valencia studio offers film rebates” (Nowe studio filmowe w Walencji oferuje zniżki) <http://www.variety.com/article/VR1117958591.html?categoryid=19&cs=1>; *Polanski's Pompeii takes shape* („Pompej” Polańskiego nabierają kształtu) <http://www.variety.com/article/VR1117963040?refcatid=19&printerfriendly=true>

⁽⁴⁾ Skarżący B jest wiodącym podmiotem europejskiego sektora filmowego. On również poprosił, aby nie podawać jego tożsamości do wiadomości publicznej.

⁽⁵⁾ Zob. przypis 1.

- (9) Komisja otrzymała uwagi od zainteresowanych stron i przekazała je Hiszpanii w dniu 3 października 2008 r. Uwagi władz hiszpańskich otrzymano w dniu 21 listopada 2008 r. i w dniu 29 grudnia 2008 r.
- (10) Po spotkaniu Komisji z władzami hiszpańskimi w dniu 11 lutego 2009 r. Hiszpania przedstawiła dodatkowe informacje w dniu 30 marca 2009 r.
- (11) Komisja skierowała do Hiszpanii kolejne wezwanie do udzielenia informacji w dniu 26 sierpnia 2009 r., na które władze hiszpańskie odpowiedziały w dniu 20 października 2009 r., przedstawiając dodatkowe informacje dnia 1 lutego 2010 r.
- (12) Komisja skierowała do Hiszpanii kolejne wezwanie do udzielenia informacji w dniu 24 maja 2011 r., informując Hiszpanię o powołaniu firmy Ecorys na niezależnego konsultanta ekonomicznego. Hiszpania odpowiedziała w dniu 7 czerwca 2011 r. Komisja odpowiedziała Hiszpanii w dniu 22 lipca 2011 r.
- (13) Komisja wysłała Hiszpanii swoje ostateczne wezwanie do udzielenia informacji, w tym sprawozdanie firmy Ecorys, w dniu 1 sierpnia 2011 r. Hiszpania przedstawiła swoje uwagi na temat sprawozdania firmy Ecorys w dniu 3 października 2011 r. Hiszpania przedstawiła dalsze dane dotyczące publicznej inwestycji w Ciudad de la Luz SAU w dniu 11 kwietnia 2012 r.
- II. SZCZEGÓŁOWY OPIS ŚRODKÓW POMOCY**
- (14) Ciudad de la Luz jest dużym kompleksem studiów filmowych niedaleko Alicante (Walencja). Regionalny rząd Walencji (*Generalitat Valenciana*) podjął początkową decyzję o zainwestowaniu w projekt Ciudad de la Luz w dniu 24 października 2000 r.
- (15) Spółka Ciudad de la Luz SA uzyskała osobowość prawną w dniu 2 listopada 2000 r. Jej celem było prowadzenie niezbędnych działań związanych z promocją, organizacją i zarządzaniem terenem Ciudad de la Luz, obejmujących budowę, zarządzanie i eksploatację infrastruktury audiowizualnej i kinematograficznej, a także innych działań związanych z wypoczynkiem i zakwaterowaniem.
- (16) 75 % początkowego kapitału podstawowego Ciudad de la Luz SA, wynoszącego 600 000 EUR, należało do spółki Parque Temático de Alicante SAU, która następnie przekształciła się w Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (SPTCV). SPTCV jest podmiotem publicznym prowadzącym działalność inwestycyjną w imieniu regionalnego rządu Walencji. Pozostałe 25 % należało do Producciones Aguamarga SL, spółki prywatnej odpowiedzialnej za pozostałe roboty budowlane, promocję Ciudad de la Luz oraz zarządzanie studiami.
- (17) W listopadzie 2001 r. kapitał podstawowy zwiększono do 9 mln EUR, przy czym SPTCV nabyła wszystkie dodatkowe udziały, zwiększając swą pulę do 98,4 %. SPTCV ponownie zwiększyła swój udział kapitałowy w lutym 2003 r. i w maju 2004 r., w podobny sposób nabywając nowy kapitał podstawowy. Przedsiębiorstwo Producciones Aguamarga sprzedało SPTCV swoje 0,2 % udziałów w Ciudad de la Luz SA⁽⁶⁾ w lipcu 2004 r. (za kwotę 139 059 EUR). Od tamtej pory regionalny rząd Walencji posiada 100 % kapitału podstawowego Ciudad de la Luz SAU za pośrednictwem SPTCV, a Ciudad de la Luz SAU jest przedsiębiorstwem publicznym, będącym w całości własnością SPTCV, oraz podlegającym prawu publicznemu w zakresie przetargów i nadzoru finansowego. Spółka Producciones Aguamarga nadal jednak zarządza Ciudad de la Luz.
- (18) Kompleks studiów filmowych otwarto na potrzeby kręcenia filmów w sierpniu 2005 r. Budowa tego kompleksu przeznaczonego do realizacji największych produkcji filmowych rozpoczęła się w 2002 r. i obejmowała trzy etapy:
- etap 1 (zakończony): 6 klimatyzowanych hal zdjęciowych o łącznej powierzchni 11 000 m², pomocnicze budynki produkcyjne, warsztaty/magazyny o powierzchni 15 050 m² oraz 2 zewnętrzne plany zdjęciowe (plenery) o łącznej powierzchni 14 hektarów,
 - etap 2 (zakończony po wszczęciu formalnego postępowania wyjaśniającego): obiekty gastronomiczne, budynek administracyjny, laboratorium postprodukcyjne oraz trzeci zewnętrzny plan filmowy (plener) o powierzchni 5 hektarów ze zbiornikiem do zdjęć wodnych,
 - etap 2B (prac jeszcze nie rozpoczęto): duży, głęboki zbiornik wodny o wyglądzie naturalnego zbiornika,
 - etap 3 (prac jeszcze nie rozpoczęto): hala zdjęciowa o powierzchni 5 000 m² (planowana jako największa na świecie), kolejny plener oraz 4 studia telewizyjne.
- (19) Kompleks studiów mieści również uczelnię poświęconą produkcji audiowizualnej (kino, telewizja, radio, internet), która oferuje studia magisterskie obejmujące wszystkie aspekty produkcji (artystyczne oraz w zakresie marketingu technicznego, komunikacji). Wstępne plany z 2000 r. obejmowały inne dodatkowe inwestycje w postaci usytuowanych nieopodal centrów handlowych,

⁽⁶⁾ Z transferem kapitału z dnia 7 października 2004 r. Ciudad de la Luz SA przekształciła się w Ciudad de la Luz SAU, spółkę z jednym udziałowcem (hiszp. *sociedad anónima unipersonal*), której cały kapitał podstawowy posiada SPTCV.

hoteli i obiektów sportowych, mających zapewnić całemu kompleksowi dodatni przepływ środków pieniężnych, które jednak do tej pory nie powstały. Chociaż rząd regionalny zapewnił niezbędny teren w 2004 r., a w 2005 r. ogłoszono zaproszenia do składania ofert na prowadzenie wspomnianych działalności w ramach koncesji, oferty nie były wystarczająco atrakcyjne, więc nie kontynuowano dodatkowych inwestycji.

- (20) Pod niektórymi względami nowoczesne obiekty Ciudad de la Luz znacznie przewyższają możliwości produkcyjne konkurencyjnych największych studiów filmowych, których w Europie jest niewiele, w odniesieniu do filmów wysokobudżetowych. Przykładowo hala zdjęciowa o powierzchni 5 000 m² w początkowych planach Ciudad de la Luz byłaby największa na świecie⁽⁷⁾. Komisja zauważa, że duże hale tego typu są interesujące jedynie dla największych produkcji filmowych.
- (21) Do niedawna studium zarządzało przedsiębiorstwo Agumarga Gestión de Estudios SL, które pełniło rolę przedstawiciela studia filmowego w zamian za wynagrodzenie w ramach wieloletniej umowy zarządzania zawartej z udziałowcem.

Publiczne inwestycje SPTCV i plany operacyjne Ciudad de la Luz

- (22) Przed rozpoczęciem robót budowlanych, w latach 1999–2000 wykonalność, zakres i wytyczne strategiczne dotyczące budowy Ciudad de la Luz analizowali konsultanci zewnętrzni w ramach czterech analiz przedstawionych przez Hiszpanię w trakcie formalnego postępowania wyjaśniającego.
- (23) W analizach tych badano perspektywy wzrostu dla szeregu produkcji filmowych⁽⁸⁾, porównano alternatywne lokalizacje pod budowę studiów filmowych w regionie Walencji⁽⁹⁾ oraz przedstawiono wstępną analizę⁽¹⁰⁾ i plan operacyjny⁽¹¹⁾ kompleksu studiów filmowych. Władze hiszpańskie nie przedłożyły wspomnianych analiz w okresie poprzedzającym decyzję Komisji o wszczęciu formalnego postępowania wyjaśniającego w zakresie pomocy państwa, dotyczącego

projektu. Dane uwzględnione w decyzji o wszczęciu postępowania z dnia 22 lutego 2008 r. pochodziły z analizy (przeprowadzonej przez firmę Consultia), która, według informacji przekazanych Komisji przez władze hiszpańskie, została wykonana w 2002 r. Po wydaniu decyzji o wszczęciu postępowania Hiszpania poinformowała jednak Komisję, że analiza została wykonana w 2004 r.

- (24) Wnioski planu operacyjnego opracowanego w 2000 r. przez firmę Arthur Andersen⁽¹²⁾ były pozytywne, w tym wnioski dotyczące perspektyw przyszłej rentowności średnio- i długoterminowej. Udokumentowano dodatnie przepływy pieniężne projektu studia filmowego w odniesieniu do okresu pięciu lat (2002–2006) po zakończeniu budowy obiektów studia, sali konferencyjnej oraz szkoły techników filmowych i telewizyjnych.
- (25) Koszt wykonania tych etapów oszacowano na 16,9 mld ESP (101,7 mln EUR). Kosztu terenu nie uwzględniono, a plan operacyjny wskazywał, że rachunek kosztów może wahać się w granicach +/- 30 %. Nie policzono kosztów kolejnych etapów mających na celu zakończenie projektu.
- (26) Na podstawie wspomnianego planu operacyjnego pomiędzy 2000 r. a 2004 r. SPTCV dokonała inwestycji lub zleciła inwestycje w Ciudad de la Luz na łączną kwotę 104 259 759 EUR dzięki podwyższaniu kapitału podstawowego i nabyciu terenów. Zobacz szczegółowe informacje w motywie 53.
- (27) Ponieważ budowa trwała o dwa lata dłużej niż przewidywano, a harmonogram inwestycyjny zmieniano w celu jego znacznego poszerzenia, w 2004 r. Ciudad de la Luz/SPTCV zleciła firmie Consultia wykonanie nowej analizy i planu operacyjnego⁽¹³⁾. Analiza firmy Consultia również zawierała pozytywne wnioski dotyczące rentowności projektu, przy czym w planie operacyjnym na lata 2004–2014 wskazywano dodatni zwrot z dokonanej przez SPTCV inwestycji do 2014 r. i w dłuższej perspektywie.
- (28) SPTCV wykupiła udział Producciones Agumarga SL w Ciudad de la Luz SA w lipcu 2004 r. za kwotę 139 059 EUR. W przeciwieństwie do SPTCV, Producciones Agumarga SL nie inwestowało dalej w Ciudad de la Luz SA po początkowej inwestycji w wysokości 150 000 EUR w listopadzie 2000 r. W związku z tym wartość udziałów Producciones Agumarga SL w Ciudad de la Luz SA spadła do 0,2 %, zanim SPTCV je nabyła. Po wspomnianej transakcji spółka stała się w pełni spółką publiczną i w związku z tym przekształciła się w Ciudad de la Luz SAU.

(7) Źródło: artykuł pt. „Let there be light” (Niech się stanie światło) w piśmie „Hollywood Reporter” z dnia 31 października 2006 r.: <http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371>.

(8) Załącznik I do odpowiedzi Hiszpanii z dnia 28 kwietnia 2008 r.: „La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento” (*Estudios e Investigaciones Audiovisuales* – styczeń 1999 r.).

(9) Załącznik IV do odpowiedzi Hiszpanii z dnia 28 kwietnia 2008 r.: „Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana – Executive Summary” (PriceWaterhouseCoopers – z dnia 30 stycznia 2000 r.).

(10) Załącznik II do odpowiedzi Hiszpanii z dnia 28 kwietnia 2008 r.: „Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana – Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto” (Arthur Andersen – nieopatrzonej datą).

(11) Załącznik III do odpowiedzi Hiszpanii z dnia 28 kwietnia 2008 r.: „Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana” (Arthur Andersen – nieopatrzonej datą).

(12) Zob. przypis 10.

(13) Załącznik VI do odpowiedzi Hiszpanii z dnia 28 kwietnia 2008 r.: „Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004–2014” (firma Consultia IT – z dnia 7 maja 2004 r.).

(29) Na podstawie zmienionego harmonogramu prac i planu operacyjnego SPTCV, jako jedyny udziałowiec, udzieliła dwóch pożyczek partycypacyjnych w wysokości 95 mln EUR w 2005 r. i 20 mln EUR w 2007 r. Sprawozdania finansowe Ciudad de la Luz SAU do dnia 31 grudnia 2010 r., przedstawione przez władze hiszpańskie w kwietniu 2012 r., wskazują, że w okresie pomiędzy 2008 r. a 2010 r. SPTCV zainwestowała następnie łączną kwotę 45 829 840 EUR w obligacje zamienne na akcje. Sprawozdania finansowe wskazują, że SPTCV należały się odsetki z tytułu pożyczek partycypacyjnych z 2005 r. i 2009 r., wynoszące łącznie 7 222 160 EUR za 2009 r. i 2010 r. Ponadto do dnia 31 grudnia 2010 r. kwota niespłaconych odsetek z tytułu obligacji zamiennych na akcje wzrosła do wysokości 1 814 187 EUR. W związku z tym do końca 2010 r. SPTCV zainwestowała w Ciudad de la Luz łącznie 274 125 946 EUR ze środków publicznych, w tym zalegające odsetki od udzielonych pożyczek.

Strategia handlowa i wyniki działalności Ciudad de la Luz

(30) Według planu operacyjnego z 2000 r. Ciudad de la Luz miał stać się drugim pod względem wielkości kompleksem studiów w Europie (po Pinewood) i przyciągać hiszpańskie produkcje (kinowe, telewizyjne i reklamowe), uzupełnione docelową liczbą szesnastu zagranicznych (unijnych i amerykańskich) produkcji filmowych rocznie. W zrewidowanym planie operacyjnym z 2004 r. uznano, że jednym z celów strategicznych Ciudad de la Luz powinno być dążenie do tego, aby w jego obiektach realizowane były głównie wielkie produkcje filmowe i telewizyjne.

(31) W planie operacyjnym z 2004 r. za głównych międzynarodowych konkurentów Ciudad de la Luz uważano wielkie studia poza Stanami Zjednoczonymi, szczególnie te o charakterystyce zbliżonej do charakterystyki Ciudad de la Luz, mianowicie Pinewood-Shepperton (Zjednoczone Królestwo), Cinecitta (Włochy), Barrandov (Republika Czeska), Babelsberg (Niemcy), Cinecité Montreal & Lions Gate (Kanada) i Warner Roadshow & Fox (Australia).

(32) W początkowym planie operacyjnym z 2000 r. przewidywano, że planowane stawki za usługi studyjne (np. wynajem pleneru, warsztaty) będą mieścić się w zakresie stawek stosowanych przez porównywalne studia w UE (np. Shepperton i Elstree w Zjednoczonym Królestwie, Babelsberg w Niemczech). W zrewidowanym planie operacyjnym z 2004 r. przedstawiono również strategiczny model kształtowania cen, nawiązujący do stawek stosowanych przez studia cieszące się międzynarodowym uznaniem, o około 15–20 % niższych od stawek wiodących studiów o ugruntowanej pozycji (Stany Zjednoczone i Pinewood w Zjednoczonym Królestwie), ale o 50–100 % wyższych od stawek studiów w UE (Barrandov w Republice Czeskiej i Babelsberg w Niemczech).

(33) W praktyce krajowe i międzynarodowe cele strategii biznesowej Ciudad de la Luz nie zmaterializowały się. Z 33 filmów nakręconych w Ciudad de la Luz między 2005 r. a 2009 r. 28 to produkcje hiszpańskie, a tylko 5 to koprodukcje w obrębie UE (Grecja, Francja). Poza sporadycznymi przebojami filmowymi największych koprodukcji europejskich, takimi jak „Asterix na Olimpiadzie”, a ostatnio amerykańsko-hiszpańska koprodukcja, filmy nakręcone w Ciudad de la Luz od momentu otwarcia w sierpniu 2005 r. były w praktyce głównie hiszpańskimi produkcjami krajowymi.

(34) Pomimo perspektyw wskazanych w planie operacyjnym z 2004 r., wyznaczających 2010 r. jako pierwszy rok (niewielkich) dodatnich zysków z działalności operacyjnej, do chwili obecnej działalność handlowa Ciudad de la Luz przynosi straty. Pod koniec 2010 r. łączne straty Ciudad de la Luz wynosiły 84 mln EUR w stosunku do łącznych zysków w wysokości 12 mln EUR przewidzianych w planie operacyjnym z 2004 r. w tym samym terminie. W porównaniu ze studiami wspomnianymi powyżej kompleks Ciudad de la Luz nie przyciągnął do tej pory planowanej liczby niehiszpańskich produkcji i nawet w stosunku do hiszpańskiego zapotrzebowania rezultaty nie spełniają oczekiwań. Straty z działalności operacyjnej są również większe niż oczekiwano.

Podstawy do wszczęcia postępowania

(35) Komisja wszczęła postępowanie wyjaśniające w 2007 r. na podstawie skargi skarżącego A oraz późniejszej skargi skarżącego B, przy czym obaj skarżący są wiodącymi podmiotami sektora filmowego w różnych państwach członkowskich. W skargach zarzuca się niezgodną z prawem pomoc państwa w finansowaniu publicznym Ciudad de la Luz, a zwłaszcza w systemie zachęt skierowanych konkretnie do sektora filmowego, zastosowanych przez Ciudad de la Luz.

(36) Jak zauważono powyżej, w czasie, kiedy Komisja wszczęła formalne postępowanie wyjaśniające w lutym 2008 r., jedyną podstawą dla decyzji o podjęciu inwestycji przedstawioną przez władze hiszpańskie był plan operacyjny firmy Consultia, rzekomo sporządzony w 2002 r. Po dokonaniu oceny wstępnej Komisja miała poważne wątpliwości, czy prywatny inwestor zainwestowałby na takich samych warunkach i w takiej samej skali, jak regionalny rząd Walencji.

(37) W odniesieniu do ewentualnej zgodności pomocy ze wspólnym rynkiem Komisja nie miała żadnych informacji umożliwiających zweryfikowanie, czy spełnione były warunki wytycznych w sprawie pomocy regionalnej, mające zastosowanie do regionu Walencji w tamtym czasie (w latach 2000–2004). Komisja miała również

wątpliwości, czy można było zastosować wyjątek dotyczący wspierania kultury, wspomniany w art. 107 ust. 3 lit. d) Traktatu, ponieważ projekt Ciudad de la Luz nie służył wspieraniu kultury ani zachowaniu dziedzictwa kulturowego, mógł być wykorzystywany do produkcji wszelkiego rodzaju dzieł audiowizualnych, w tym reklam, oraz konkurował z innymi podmiotami, aby przyciągnąć produkcje komercyjne.

- (38) Komisja ponadto zwróciła uwagę na ewentualną pomoc państwa w systemie zachęt do kręcenia filmów w Ciudad de la Luz i zidentyfikowała stosownych producentów filmowych jako beneficjentów. Zachęty skierowane konkretnie do sektora filmowego były ukierunkowane na konkretną działalność w konkretnej lokalizacji na podstawie nieznanymi kryteriów, wydaje się zatem, że nie były zgodne z zasadami określonymi w komunikacie Komisji dotyczącym kinematografii.

III. UWAGI ZGŁOSZONE PRZEZ ZAINTERESOWANE STRONY

- (39) Komisja otrzymała uwagi łącznie od dziesięciu zainteresowanych stron. Cztery z nich prowadzą działalność w zakresie eksploatacji studiów filmowych w państwach członkowskich innych niż Hiszpania (skarżący A, skarżący B, Barrandov Studio oraz Mediterranean Film Studios Limited); pięć z nich działa w hiszpańskim sektorze filmowych (Federación de Asociaciones de Productores Audiovisuales Españoles – FAPAE, Asocio de directors de cinema valencians, Empreses audiovisuals valencianes federades - EAVf, stowarzyszenie Productors audiovisuals valencians oraz Sociedad Proyectos Tematicos de la Comunidad Valenciana - SPTCV SAU); a jedna z nich jest krajowym organem do spraw finansowania i polityki w zakresie produkcji filmów (Rada ds. kinematografii w Zjednoczonym Królestwie).

Uwagi zgłoszone przez studia filmowe prowadzące działalność

- (40) W poufnym piśmie złożonym w dniu 25 czerwca 2008 r. skarżący B wyraził swoje obawy dotyczące pomocy, która umożliwiła Ciudad de la Luz rozwój i obecne prowadzenie działalności. Twierdzi on, że działania podjęte przez Komisję w momencie wszczęcia postępowania są kluczowe dla jego przedsiębiorstwa i sektora.
- (41) W poufnym piśmie złożonym w dniu 30 czerwca 2008 r. skarżący A ogranicza swoje uwagi na temat szczegółowego postępowania wyjaśniającego do czterech kwestii: (i) kosztów finansowania studiów; (ii) podejścia do finansowania „przedsiębiorstwa rozpoczynającego działalność”; (iii) ostatecznej wartości zbycia; oraz (iv) innych zachęt przyznanych przez Ciudad de la Luz. Według niego „prywatny inwestor uważałby prowadzenie studia, nawet o ugruntowanej pozycji i przynoszącego zyski, za inwestycję co najmniej średniego ryzyka [...]. Opiera się

to na fakcie, że chociaż prowadzenie studia jest zabezpieczone aktywami [...], jego dźwignia operacyjna prawdopodobnie jest wysoka, co sprawia, że trudno jest przewidzieć zyski. Dalszą niepewność wprowadzają czynniki takie, jak cykliczny charakter sektora produkcji filmowych”.

- (42) Według skarżącego A średni ważony koszt kapitału (WACC) w wysokości około 15 % może być właściwy w odniesieniu do prowadzenia studia o ugruntowanej pozycji, chociaż „zwrot oczekiwany przez inwestorów prywatnych [skarżącego A] był wyższy”. Studio rozpoczynające działalność byłoby postrzegane przez prywatnego inwestora jako „przedsięwzięcie średniego lub wysokiego ryzyka i w związku z tym oczekiwałby on zdecydowanie wyższych zwrotów ze swojej inwestycji (mimo że pewien okres dochodzenia do rentowności byłby tolerowany). Uwzględniając fakt, że zazwyczaj przedsiębiorstwa rozpoczynające działalność mają ograniczone (o ile w ogóle je mają) możliwości w zakresie zaciągania pożyczek z konwencjonalnych źródeł, średni ważony koszt kapitału w odniesieniu do takiego przedsiębiorstwa jest zazwyczaj powiększony przez wymagane wyższe zyski z kapitału własnego, jak i brak tańszych pożyczek”.
- (43) W odniesieniu do ostatecznej wyceny końcowej wartości zbycia Ciudad de la Luz wskazanej w decyzji o wszczęciu postępowania skarżący A uważa ją za nierealistyczną. Twierdzi on również, że prywatny inwestor zasadniczo uznałby za nadzwyczajne, aby wielokrotność przychodów przed odliczeniem odsetek i podatków większa niż 12–15 była dobrym wskaźnikiem zastępczym na potrzeby wyceny.
- (44) Ponadto w odniesieniu do zachęt przyznanych w celu przyciągnięcia produkcji skarżący A twierdzi, że wydaje się, iż skutecznie dotowały one koszty przedsiębiorstw produkcji filmowej związane ze ściąganiem wykwalifikowanego personelu technicznego i pomocniczego, którego rzekomo brakuje w regionie Walencji. Skarżący A uważa, że przedmiotowe zachęty poważnie naruszają konkurencję, ponieważ studiom trudniej byłoby przyciągać produkcje filmowe bez takich zachęt.
- (45) W swoim wstępnym przedłożeniu z dnia 25 czerwca 2008 r. Barrandov Studio podkreśliło, że domniemana pomoc zakłóca właściwy rynek i dyskryminuje innych konkurentów, oraz wnioskowało o dodatkowy okres na zgłoszenie dalszych uwag, biorąc pod uwagę złożoność sprawy. Przedmiotowe uwagi dotarły do Komisji dnia 15 września 2008 r. Barrandov Studio zgadza się z podstawami skargi wniesionej przez skarżącego A i podkreśla, że wielkość i liczba hal do zdjęć dźwiękowych wskazują, że Ciudad de la Luz jest bardziej ukierunkowany na wysokobudżetowe filmy amerykańskie niż na hiszpańskie. Mała liczba profesjonalistów z branży filmowej i braki w infrastrukturze w Alicante w porównaniu z Madrytem lub Barceloną nie wskazują na logiczny wybór lokalizacji. Pod względem strategii inwestor inwestujący w prowadzenie studia podzieliłby

swoją klientelę na klientów lokalnych zapewniających stały dochód i klientów zagranicznych skoncentrowanych na wielkich zagranicznych produkcjach. Ciudad de la Luz przyjął odwrotną strategię, opierającą się na świadczeniu usług studyjnych po bardzo niskich cenach, nieuwzględniających kosztów wejścia na rynek. Ponadto, uwzględniając niepewność spowodowaną trudnością z prognozowaniem dochodów w perspektywie dłuższej niż 3–5 lat w sektorze, prywatny inwestor zażądałby znacznie szybszego zwrotu. Według studia Barrandov stwierdzenie to znajduje potwierdzenie w poufnym planie operacyjnym obrazującym jego niedawną inwestycję w nowe studia, którą podjęto, zakładając uzyskanie zysków netto w drugim roku działania i w okresie zwrotu krótszym niż 8 lat. Studio Barrandov nie widzi także żadnego racjonalnego wyjaśnienia dla kwoty zysków (341 mln EUR) spodziewanych przez władze hiszpańskie do 2014 r.

- (46) W swoim piśmie z dnia 27 czerwca 2008 r. Mediterranean Film Studios Limited ograniczyła swoje uwagi do zbiornika wodnego zapowiedzianego przez Ciudad de la Luz. Spółka twierdzi, że jej własne zbiorniki wodne są unikatowe w Europie i porównywalne jedynie do zbiorników stanowiących własność studia Fox w Baja California (Meksyk). Uwzględniając niski roczny wskaźnik obłożenia ich zbiorników, twierdzi, że jej zdaniem oraz według panującego w sektorze zgodnego przekonania potencjał w zakresie zbiorników wodnych do zdjęć w obszarze śródziemnomorskim lub w Europie jest już wystarczająco duży.

Uwagi stron działających w hiszpańskim sektorze filmowym

- (47) W swoich uwagach z dnia 30 czerwca 2008 r., Federación de asociaciones de productores audiovisuales españoles (FAPAE) uważa, że Ciudad de la Luz wprowadził większą konkurencję na rynku dużych zakładów produkcyjnych oraz że skarżący pragną po prostu utrzymać swoją pozycję rynkową i zablokować wejście konkurentów proponujących wiarygodne usługi alternatywne i korzystne cenowo w stosunku do ich studiów, które dominują na rynku europejskim. FAPAE twierdzi również, że takie studia, jak Barrandov, Cinecittà, Babelsberg lub Mafilms, zbudowały swoją pozycję rynkową i renomę z udziałem różnych form na wsparcia publicznego, w tym z publicznym udziałem w kapitale podstawowym. Najogólniej rzecz ujmując, FAPAE podkreśla, że utrzymanie różnorodności kulturowej uzasadnia silną interwencję publiczną w sektorze. W szczególności Ciudad de la Luz rzekomo świadczy na rzecz hiszpań-

skiego sektora produkcji zaawansowane i najlepsze usług w Hiszpanii, z których przeciwnym przypadkiem trzeba byłoby korzystać za granicą po wyższych kosztach. Wbrew zarzutowi, że Ciudad de la Luz jest ukierunkowany na superprodukcję, FAPAE twierdzi, że Ciudad de la Luz przynosi wielkie korzyści niskobudżetowym produkcjom hiszpańskim i skupia się na kulturze narodowej lub lokalnej, w ten sposób przyczyniając się do realizacji celów kulturowych wyznaczonych w dawnym art. 87 ust. 3 lit d) (obecnym art. 107 ust. 3 lit. d)). Uwagi Empresas audiovisuales valencianas federades (EAVf) z dnia 21 maja 2008 r. oraz uwagi stowarzyszenia Productors audiovisuals valencians z dnia 16 maja 2008 r. w dużej części pokrywają się, czasami słowo w słowo, z uwagami FAPAE.

- (48) W swoich uwagach z dnia 5 czerwca 2008 r. Associació de directors de cinema valencians podkreśla, że dominacja amerykańskiego sektora filmowego marginalizuje produkcje europejskie za pomocą różnych, rzekomo nieuczciwych, praktyk. Według niego środki naprawcze są niezbędne, aby umożliwić europejskiej twórczości kulturalnej konkurowanie na jednakowych warunkach. Stowarzyszenie to twierdzi, że interwencja publiczna w Ciudad de la Luz jest pod tym względem w pełni uzasadniona, przynosząc korzyść produkcjom europejskim, hiszpańskim i walenckim oraz mając na celu ochronę ich tożsamości kulturowej.

- (49) Uwagi Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (właściciela 100 % udziału w Ciudad de la Luz SAU, będącego własnością Comunidad Valenciana) z dnia 23 czerwca 2008 r. zasadniczo powielają pewne argumenty uzupełniające i wykorzystują dowody przedstawione przez Hiszpanię. Niektóre aspekty, na które kładzie się szczególny nacisk w ich uwagach, są następujące. Po pierwsze, fakt, że prywatny inwestor częściowo sfinansował projekt w momencie rozpoczęcia w 2000 r. na podstawie dostępnych analiz, wskazuje, że inwestycja organów publicznych jest zgodna z logiką prywatnego inwestora. W analizach z 2000 r. i z 2004 r. stwierdzono bez żadnych zastrzeżeń, że projekt jest rentowny. Po drugie, zachęty udzielone konkretnym filmom są uzasadnione z handlowego punktu widzenia w odniesieniu do nowych przedsiębiorstw i udzielone w ramach „umowy sponsoringu” w zamian za działania promocyjne przynoszące zwrot z renomy studiów, z jednoczesnym powstaniem kosztów reklamy odbiorców. W analizie przeprowadzonej w tym zakresie szacuje się, że zwrot gospodarczy z umów sponsoringu Ciudad de la Luz wynosi [...] (*) mln EUR.

(*) Dane poufne w tekście decyzji zostały oznaczone w następujący sposób: [...].

Uwagi krajowych organów do spraw finansowania filmów

- (50) Rada ds. kinematografii w Zjednoczonym Królestwie zapewnia w swoim piśmie z dnia 25 czerwca 2008 r., że istnieje kwestia, na którą należy odpowiedzieć w decyzji o wszczęciu postępowania wyjaśniającego,

IV. UWAGI HISPANII

- (51) Po wszczęciu postępowania wyjaśniającego władze hiszpańskie ujawniły, że początkową decyzję o inwestycji podjęto w oparciu o plan operacyjny sporządzony w 2000 r., a nie o plan złożony przez nie wcześniej. Przedmiotowy plan operacyjny był ujęty w analizie prze-

prowadzonej w 2004 r., a nie w 2002 r., jak wcześniej poinformowały Komisję władze hiszpańskie.

- (52) Do czasu wykonania analizy z 2004 r. w projekt zainwestowano już ponad 90 mln EUR. W związku z tym władze hiszpańskie twierdzą, że podjęto dwie decyzje o inwestycji – jedną w 2000 r. dotyczącą pierwszego etapu projektu i drugą w 2004 r. dotyczącą planowanej rozbudowy.
- (53) Harmonogram inwestycji w Ciudad de la Luz, ostatni raz zaktualizowany przez władze hiszpańskie w kwietniu 2012 r., był następujący:

Data	Opis	Inwestycja publiczna (w EUR)
24.10.2000	Region Walencji podejmuje decyzję o budowie Ciudad de la Luz	—
2.11.2000	Utworzona zostaje Ciudad de la Luz SA (będąca w 75 % własnością Parque Temático de Alicante SAU, a w 25 % własnością Producciones Aguamarga SL).	450 000 [75 % kwoty 600 000]
21.11.2001	Parque Temático de Alicante SAU inwestuje jednostronnie 9 mln EUR w Ciudad de la Luz SA w celu zwiększenia kapitału (zwiększając swój udział do 98,4 %).	9 000 000
6.2.2003	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (1) inwestuje jednostronnie 30 mln EUR w Ciudad de la Luz SA w celu zwiększenia kapitału (zwiększając swój udział do 99,6 %).	30 000 000
4.5.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU inwestuje jednostronnie 54 870 660 EUR w Ciudad de la Luz SA w celu zwiększenia kapitału (zwiększając swój udział do 99,8 %).	54 870 660
23.7.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU nabywa udział w wysokości 0,2 % w Ciudad de la Luz SA będącym własnością Producciones Aguamarga SL (o wartości nominalnej 150 000 EUR) za kwotę 139 059 EUR (zwiększając swój udział w Ciudad de la Luz SA do 100 %)	139 059
9.3.2005	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU scedowała teren, na której miały zostać wybudowane studia, na rzecz Ciudad de la Luz SA, zwiększając tym samym jej kapitał własny o 9 800 040 EUR (mimo że teren wyceniono na kwotę 1 030 856 EUR w rachunkach Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU). Przed tą datą w ramach projektu otrzymano już zgodę rządu Walencji na budowę studiów na tym terenie.	9 800 040
Lato 2005 r.	Ciudad de la Luz SA rozpoczyna działalność jako studio filmowe.	—
28.4.2005	Pożyczka partycypacyjna w wysokości 95 mln EUR	95 000 000
26.12.2007	Pożyczka partycypacyjna w wysokości 20 mln EUR	20 000 000
30.6.2008	Pożyczka zamienna wydana z opcją zamiany pożyczki na udziały do dnia 31 grudnia 2008 r.	10 000 000

Data	Opis	Inwestycja publiczna (w EUR)
2.1.2009	Pożyczka zamienna wydana z opcją zamiany pożyczki na udziały do dnia 30 czerwca 2009 r.	10 000 000
17.3.2009	Pożyczka zamienna upoważniona do wysokości 30 mln EUR z opcją zamiany pożyczki na udziały do dnia 30 grudnia 2009 r.	25 829 840
31.12.2010	Niespłacone odsetki z tytułu pożyczek partycypacyjnych z 2009 r. i 2010 r.	7 222 160
31.12.2010	Niespłacone odsetki z tytułu niezamienionych pożyczek z 2009 r. i 2010 r.	1 814 187
	Ogółem	274 125 946

(¹) Wcześniej znana jako Sociedad Parque Temático de Alicante, SAU.

- (54) Władze hiszpańskie skoncentrowały swoje odpowiedzi na próbie wykazania, że inwestycja nie stanowi pomocy państwa, ponieważ prywatny inwestor zainwestowałby w projekt na takich samych zasadach i warunkach (stosując test prywatnego inwestora). Na poparcie tej tezy przedstawiły one sprawozdania firmy LECG świadczącej usługi w zakresie doradztwa ekonomicznego.
- (55) Nawet jeżeli Komisja uznała, że przynajmniej część inwestycji stanowiła pomoc państwa, Hiszpania twierdziła, że wszystkie filmy nakręcone w Ciudad de la Luz spełniają kryteria kulturalne zachęt Walencji w zakresie filmów, które Komisja zatwierdziła w kwietniu 2008 r., w grudniu 2008 r. i w lipcu 2009 r. (¹⁴). Według Hiszpanii wyjątek dotyczący wspierania kultury ustanowiony w art. 107 ust. 3 lit. d) TFUE ma zastosowanie do pomocy na inwestycje na rynku wyższego i niższego szczebla w zakresie produkcji filmów.
- (56) Hiszpania zauważa również, że wszelką pomoc zawartą w finansowaniu publicznym Ciudad de la Luz i w zachętach oferowanych w odniesieniu do filmów należy rozpatrywać z punktu widzenia zakłócających skutków, jakie wywołują krajowe programy wsparcia kinematografii, zatwierdzone przez Komisję w innych państwach członkowskich, które przyciągają największe produkcje filmowe do konkurentów Ciudad de la Luz (¹⁵).
- (57) Hiszpania potwierdza również, że wytyczne w sprawie pomocy regionalnej mające zastosowanie w tamtym czasie (z 1998 r.) pozwoliłyby na intensywność pomocy
- (58) Hiszpania przedstawiła drugie sprawozdanie LECG, w którym skrytykowano analizę planu operacyjnego z 2004 r. przeprowadzoną przez służby Komisji. Firma LECG skrytykowała analizę służb Komisji i przedstawiła alternatywne wartości w odniesieniu do danych i czynników ryzyka oraz wyceny z mocą wsteczną dla terenu, na którym zbudowano Ciudad de la Luz.
- (59) W drugiej analizie ekonomicznej służb Komisji zbadano plan operacyjny z 2000 r. oraz wycenę gruntów z mocą wsteczną, przedstawione przez Hiszpanię. Ponadto na żądanie Komisji niezależna firma konsultingowa przeprowadziła niezależną wycenę ekonomiczną testu prywatnego inwestora. Niezależne sprawozdanie przesłano władzom hiszpańskim w dniu 30 września 2011 r.
- (60) Władze hiszpańskie powtórzyły swój pogląd, wyrażony w ich uwagach do decyzji o wszczęciu postępowania, że perspektywy przyszłej rentowności Ciudad de la Luz powinny zostać ocenione w stosunku do jego głównych konkurentów w sektorze studiów filmowych w UE (np. Babelsberg, Pinewood), a nie jak robi to firma Ecorys (¹⁶), w stosunku do różnych amerykańskich konglomeratów audiowizualnych (Time Warner, Disney) (¹⁷). Władze hiszpańskie utrzymują, że przedmiotowa analiza porównawcza powinna opierać się na publicznie dostępnych informacjach (np. Bloomberg) od momentu podjęcia

(¹⁴) Decyzje w sprawie pomocy państwa N379/07 (z dnia 2 kwietnia 2008 r.), N309/08 (z dnia 15 grudnia 2008 r.) i N108/09 (z dnia 30 lipca 2009 r.).

(¹⁵) Dotacja krajowa może wynosić maksymalnie 24 % kosztów produkcji w Zjednoczonym Królestwie i 20 % w Niemczech. W swoim przeglądzie komunikatu dotyczącego kinematografii Komisja odnosi się do wyścigu w udzielaniu dotacji pomiędzy krajowymi programami wsparcia kinematografii, mającymi na celu przyciągnięcie inwestycji zagranicznych ze strony głównych produkcji filmowych.

(¹⁶) Firma Ecorys świadcząca usługi w zakresie doradztwa ekonomicznego przygotowała niezależne badanie tego przypadku. Zob. w szczególności sekcja V.

(¹⁷) Firma Ecorys uwzględniła jednak w analizie porównawczej także europejskie studia Babelsberg łącznie z innymi przedsiębiorstwami o międzynarodowym zasięgu.

przez nie decyzji o inwestycji (tj. w 2000 r. i 2004 r., nie zaś w 2008 r.). Ponadto twierdzą one również, że szereg nieporozumień lub usterek technicznych unieważnia wnioski wypływające z analizy firmy Ecorys⁽¹⁸⁾. Władze hiszpańskie twierdzą, że gdyby je skorygowano i przeprowadzono właściwą analizę porównawczą z konkurentami, perspektywy przyszłej rentowności decyzji o inwestycji w oparciu o dowody dostępne przy jej podejmowaniu spełniałyby wymagania testu prywatnego inwestora.

V. OCENA POMOCY

(61) Zgodnie z art. 107 ust. 1 TFUE „wszelka pomoc przyznawana przez państwo członkowskie lub przy użyciu zasobów państwowych w jakiegokolwiek formie, która zakłóca lub grozi zakłóceniem konkurencji poprzez sprzyjanie niektórym przedsiębiorstwom lub produkcji niektórych towarów, jest niezgodna z rynkiem wewnętrznym w zakresie, w jakim wpływa na wymianę handlową między państwami członkowskimi”. Wynika z tego, że aby środek został uznany za pomoc państwa, muszą zostać spełnione wszystkie poniższe warunki: 1) środek pomocy musi zostać przyznany ze środków państwowych; 2) musi przynosić przedsiębiorstwom korzyści gospodarcze; 3) korzyści muszą być selektywne i zakłócać konkurencję lub grozić jej zakłóceniem; 4) środek pomocy musi mieć wpływ na wymianę handlową wewnątrz Unii.

Korzyść gospodarcza

(62) Jak wskazano powyżej, władze hiszpańskie twierdziły, że środek nie stanowi pomocy państwa, ponieważ jest zgodny z testem prywatnego inwestora. Przedmiotowy test pozwala ustalić, czy prywatny inwestor zainwestowałby w projekt na takich samych zasadach i warunkach, co inwestor publiczny, w czasie, gdy podejmowano decyzję o inwestycji publicznej. Pod tym względem istotny jest fakt, że początkowo w projekcie⁽¹⁹⁾ uczestniczył prywatny inwestor oraz że władze hiszpańskie zleciły kilka analiz, w których stwierdzono, że projekt będzie generował dodatnie przepływy pieniężne (zob. motyw 22).

(63) Jak wskazano w motywie 17, w przypadku Ciudad de la Luz prywatny inwestor (spółka zarządzająca) początkowo posiadał 25 % udziałów w projekcie (tj. 150 000 EUR z początkowego kapitału podstawowego wynoszącego 600 000 EUR). Prywatny inwestor wycofał się jednak, zanim zaangażował dalsze fundusze (jego udziały wykupiła SPTCV w 2004 r.). Później żaden inny prywatny inwestor nie zainwestował w projekt.

⁽¹⁸⁾ Analiza zastosowania testu prywatnego inwestora do publicznej inwestycji w Ciudad de la Luz – Sprawozdanie końcowe (firma Ecorys – 19 lipca 2011 r.).

⁽¹⁹⁾ Przykładowo w przypadku Citynet Amsterdam Komisja uznała, że spełniono wymagania testu prywatnego inwestora, ponieważ inwestor publiczny inwestował w projekt na warunkach porównywalnych do warunków prywatnego inwestora. Decyzja z dnia 11 grudnia 2007 r., C 53/06.

(64) Fakt, że jedyny dostępny prywatny inwestor zaangażował tylko niewielką kwotę, wycofując się w momencie, gdy należało dokonać większości inwestycji, można uznać za dowód *prima facie* świadczący o tym, że prywatny inwestor nie realizowałby takiego projektu na istniejących w tamtym czasie warunkach. Ponadto sytuacja wspomnianego prywatnego inwestora była specyficzna (i w związku z tym niezgodna z testem prywatnego inwestora uznawanym przez orzecznictwo), ponieważ był on także odpowiedzialny za rozpoczęcie projektu, nadzorowanie robót budowlanych oraz za zarządzanie studiami i promowanie ich w zamian za opłatę za zarządzanie. Oznacza to, że jego inwestycja początkowa, rozpatrywana odrębnie, mogła być racjonalna z innych powodów niż sama tylko rentowność przedsięwzięcia.

(65) Z uwagi na brak jakiegokolwiek prywatnego udziałowca władze regionalne oparły swoją decyzję o podjęciu inwestycji na wynikach analiz sporządzonych przez firmy doradcze. Samo istnienie takich analiz nie wystarcza jednak do zapewnienia zgodności z testem prywatnego inwestora. Przed przeznaczeniem funduszy na skalę, na jaką zainwestowano w Ciudad de la Luz, od prywatnego inwestora oczekuje się starannego zbadania planu operacyjnego i założeń, na których opierają się analizy. Prywatny inwestor musiałby dokonać samodzielnego osądu, czy szczegółowe założenia wykorzystane do uzasadnienia planu operacyjnego są właściwe w tym konkretnym przypadku. Ponadto od prywatnego inwestora można oczekiwać porównania oczekiwanego zwrotu z projektu Ciudad de la Luz z oczekiwanym zwrotem z projektów alternatywnych. Takiej analizy nie przeprowadzono w tamtym czasie. Ponadto nie było możliwości przeprowadzenia takiego porównania na podstawie szacowanych dodatnich przepływów pieniężnych przedstawionych we wspomnianych analizach.

(66) W kontekście postępowania wyjaśniającego dotyczącego pomocy państwa, zgodnie z orzecznictwem wymaga się, aby Komisja przeprowadziła własną ocenę tych faktów⁽²⁰⁾. W związku z tym konieczna jest ocena wiarygodności sprawozdań sporządzanych w czasie transakcji.

(67) Biorąc pod uwagę sprawozdania złożone przez władze hiszpańskie od momentu decyzji o wszczęciu postępowania, wydaje się, że istniały dwie decyzje o podjęciu inwestycji dotyczące projektu. Pierwszą z nich podjęto w 2000 r. w oparciu o plan operacyjny opracowany

⁽²⁰⁾ W sprawie *Valmont* Sąd uznał, że Komisja nie powinna była po prostu polegać na istnieniu oceny niezależnego eksperta przy ustalaniu, czy sprzedaż terenu była związana z przyznaniem pomocy państwa. Zgodnie z wymaganiami Sądu Komisja powinna była zweryfikować także jej wartość dowodową, co uczynił później sam Sąd (sprawa T-274-01). W sprawie *Hamsa* (sprawa C-316/02) oraz w sprawie *Lenzing* (sprawa C-525/04), Trybunał Sprawiedliwości uznał, iż Komisji przysługują pewne granice uznania w dziedzinie ekonomicznej, lecz że sąd wspólnotowy powinien dokonać weryfikacji materialnej dokładności przytoczonego materiału dowodowego, jego ścisłości i spójności.

przez firmę Arthur Andersen z 2000 r. (obejmujący inwestycje w latach 2002–2006). W 2004 r., potencjalnie w celu zweryfikowania, czy dalsze inwestycje w projekt były właściwe, zlecono sprawozdanie firmie Consultia (obejmujące rzeczywiste inwestycje w latach 2002–2004 oraz prognozowane inwestycje w latach 2004–2014). W związku z tym test prywatnego inwestora należy przeprowadzić w odniesieniu do obu decyzji o podjęciu inwestycji.

- (68) Komisja oceniła, czy hipotetyczny prywatny inwestor zainwestowałby w projekt utworzenia spółki Ciudad de la Luz. Zgodnie z testem prywatnego inwestora realizowana inwestycja jest uznawana za pomoc państwa, jeżeli oczekiwane wynagrodzenie, jakie ma otrzymać państwo, jest niższe od tego, jakiego żądałby prywatny inwestor w sytuacji tego konkretnego projektu.
- (69) W celu sfinansowania projektu inwestorzy muszą zainwestować pewien kapitał. Kapitał ten ma swój koszt – koszt kapitału. Zazwyczaj istnieją dwa główne źródła kapitału: kapitał własny i kapitał obcy (finansowy). Całkowity koszt kapitału to średni ważony koszt kapitału (WACC) uwzględniający udział kapitału własnego i obcego. Koszt kapitału obcego oraz koszt kapitału własnego stanowią oczekiwane koszty, nie zaś koszty historyczne. W konkretnym przypadku Ciudad de la Luz w planie operacyjnym przewidziano, że projekt będzie w całości finansowany z kapitału własnego. W związku z tym całkowity koszt kapitału to kapitał własny.
- (70) Inwestor prywatny byłby gotów zainwestować w Ciudad de la Luz, gdyby oczekiwana wewnętrzna stopa zwrotu⁽²¹⁾ była wyższa niż koszt alternatywny kapitału własnego (tj. zwrot, jaki mógłby uzyskać z podobnego projektu) lub mu równa⁽²²⁾.
- (71) Komisja skalibrowała kapitałowy model wyceny aktywów, aby obliczyć koszt kapitału własnego. Koszt kapitału własnego odzwierciedla koszt alternatywny inwestycji dla udziałowców w spółkach lub projektach o takim samym (lub zbliżonym) stopniu ryzyka handlowego i finansowego jak omawiany projekt. Zgodnie z kapitałowym modelem wyceny aktywów (CAPM) koszt kapitału własnego, tj. K_e , należy szacować zgodnie z następującym wzorem:

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

gdzie R_f to stopa wolna od ryzyka, $(R_m - R_f)$ to premia z tytułu ryzyka, a β to „beta”, tj. miara ryzyka systematycznego (niedywersyfikowalnego) związanego z kapitałem Ciudad de la Luz, odzwierciedlająca zarówno ryzyko handlowe, jak i finansowe.

- (72) W odniesieniu do stopy wolnej od ryzyka, tj. R_f , zgodnie z praktyką rynkową⁽²³⁾ przyjmuje się długoterminowe (zazwyczaj dziesięcioletnie) stopy obligacji skarbowych w państwie, w którym prowadzona jest działalność (są one uznawane za najmniej ryzykowne inwestycje). W 2004 r. średnia roczna stopa zwrotu z dziesięcioletnich obligacji skarbowych w Hiszpanii wynosiła 4,1 %⁽²⁴⁾. W odniesieniu do premii z tytułu ryzyka należy przyjąć historyczną premię z tytułu ryzyka określoną dla odpowiednio długiego okresu czasu. Powszechną praktyką rynkową jest przyjmowanie różnicy pomiędzy historyczną stopą zwrotu ze zdywersyfikowanego indeksu akcyjnego w państwie, w którym prowadzona jest działalność, a stopą wolną od ryzyka. Według P. Fernández (2004 r.)⁽²⁵⁾ historyczna premia z tytułu ryzyka w stosunku do obligacji skarbowych w Hiszpanii (w okresie od 1991 r. do 2003 r.) wynosiła od 6,8 % do 9,3 %. Komisja przyjęła ostrożne podejście w szacowaniu premii z tytułu ryzyka i przyjęła dolną granicę tego przedziału, mianowicie 6,8 %. Kolejną nowszą publikacją tego samego autora⁽²⁶⁾ stanowi potwierdzenie przyjętej wartości: według tego źródła wymagana premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe w latach 2000–2004 mieściła się w przedziale 6–7 %.
- (73) W celu oszacowania wartości beta Komisja wykorzystała publicznie dostępne informacje odnoszące się do przedsiębiorstw, które zostały zidentyfikowane przez władze hiszpańskie jako bezpośredni konkurenci Ciudad de la Luz, mianowicie Carrere Group⁽²⁷⁾ oraz Babelsberg. Przedmiotowe dane liczbowe przedstawili analitycy finansowi, którzy przeprowadzili wnikliwą analizę wspomnianych dwóch przedsiębiorstw. Średnia dwóch wartości beta dostosowana do profilu ryzyka finansowego Ciudad de la Luz dała wartość około 1,5. Jest to ostrożne podejście, ponieważ inwestycja w Ciudad de la Luz prawdopodobnie wiąże się z wyższym stopniem

⁽²¹⁾ Z definicji wewnętrzna stopa zwrotu odpowiada stopie dyskontowej, co sprawia, że wartość bieżąca netto tej inwestycji równa się zeru.

⁽²²⁾ Brealey i Myers, 2000, „Principles of Corporate Finance” (Podstawy finansów przedsiębiorstw), wydanie szóste (rozdział 5, s. 100).

⁽²³⁾ Zob. np. Brealey i Myers, 2000, „Principles of Corporate Finance” (Podstawy finansów przedsiębiorstw), wydanie szóste (rozdział 8).

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

⁽²⁵⁾ Pablo Fernández 2004, „Market risk premium: required, historical and expected” (Premia z tytułu ryzyka: wymagana, historyczna i oczekiwana), dokument badawczy przygotowany na potrzeby IESE Business School.

⁽²⁶⁾ Pablo Fernández (2009), „The equity premium in 150 textbooks” (Premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe w 150 podręcznikach), dokument badawczy przygotowany na potrzeby IESE Business School.

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

ryzyka niesystematycznego niż w przypadku dwóch pozostałych studiów. Ciudad de la Luz jest inwestycją od podstaw w regionie, w którym hiszpańscy ani międzynarodowi producenci filmowi nie mają swoich siedzib. Innymi słowy wartość beta dla Ciudad de la Luz prawdopodobnie jest wyższa od tej samej wartości dla jego konkurentów.

- (74) Stosując powyższy wzór (zob. motyw 71) Komisja obliczyła, że oczekiwany koszt kapitału własnego powinien wynosić około 14,9 %.
- (75) Dla porównania, jak omówiono w załączniku I, Hiszpania twierdziła, że zastosowanie modelu CAPM (kapitałowego modelu wyceny aktywów) wykazałoby, iż prywatny inwestor „wymagałby” premii z tytułu ryzyka, a nie stopy zwrotu, w wysokości 3,75 % w 2000 r. i 2,07 % w 2004 r. Obliczenie to opiera się na wartości beta wynoszącej $\beta = 0,395$. Wartość beta wynosząca 1 oznacza portfel wszystkich udziałów, a więc „średnie” udziały. Beta znacznie poniżej 1 wskazywałaby w związku z tym na inwestycję szczególnie niskiego ryzyka. Hiszpania nie uzasadniła takiego założenia i nie poparła go żadnymi udokumentowanymi i weryfikowanymi danymi.
- (76) Jak stwierdzono powyżej (zob. motyw 69) prywatny inwestor zainwestowałby w projekt tylko w przypadku, gdy wewnętrzna stopa zwrotu byłaby wyższa od kosztu alternatywnego kapitału. Komisja zauważa, że w planie operacyjnym z 2000 r. szczegółowo oceniono jedynie początkowe etapy projektu. W analizie Komisji (zob. załącznik II) uzyskano ujemną wartość bieżącą netto na podstawie planu operacyjnego z 2000 r. z uwzględnieniem przepływów pieniężnych przedstawionych w planie operacyjnym według wartości nominalnej. Na takiej podstawie prywatny inwestor nie zainwestowałby w projekt.
- (77) Ustalając wewnętrzną stopę zwrotu, Komisja ponownie przyjęła ostrożne podejście, nie kwestionując założeń planu operacyjnego, w szczególności strumienia przepływów pieniężnych prognozowanych w odniesieniu do proponowanego projektu. Należy jednak zauważyć, że przepływy pieniężne prognozowane w planach operacyjnych z 2004 r. wydają się nadmiernie optymistyczne, zwłaszcza biorąc pod uwagę straty poniesione przez spółkę w latach 2002–2004⁽²⁸⁾. Biorąc pod uwagę informacje, jakimi dysponuje Komisja, można w związku
- z tym stwierdzić, że oczekiwane przepływy pieniężne przedstawione w planie operacyjnym z 2004 r. oznaczają górną granicę⁽²⁹⁾. Strumień przepływów pieniężnych określa oczekiwany zwrot z inwestycji. Komisja przyjmuje także oczekiwany zwrot z Ciudad de la Luz według wartości nominalnej. Kalibruje ona jednak koszt gromadzenia kapitału. Postąpiłby tak każdy rozsądny inwestor prywatny.
- (78) Na podstawie planu operacyjnego z 2004 r. zaproponowanego przez Ciudad de la Luz wewnętrzna stopa zwrotu z tego projektu wynosi 5,74 % (zob. załącznik I). Prywatny inwestor w Ciudad de la Luz, mając w perspektywie koszt alternatywny kapitału w wysokości co najmniej 14 % (jak obliczono powyżej, zob. motyw 73), nie podjąłby tej inwestycji, ponieważ jej wewnętrzna stopa zwrotu jest niższa niż koszt alternatywny kapitału.
- (79) Ponadto Komisja obliczyła wartość bieżącą netto (NPV) inwestycji w Ciudad de la Luz, aby określić wartość, jaką miałyby ten projekt dla prywatnego inwestora. Celem każdej decyzji o podjęciu inwestycji jest znalezienie aktywów rzeczowych o wartości przekraczającej ich koszt, innymi słowy inwestycji, w której oczekiwany zwrot jest wyższy od kosztu alternatywnego kapitału. W przeciwnym wypadku, jak w przypadku Ciudad de la Luz, wartość projektu jest ujemna i w związku z tym inwestycja nie jest opłacalna dla rozsądnego inwestora prywatnego. Wartość bieżąca netto (NPV) każdego projektu określa, ile jest warta dana inwestycja w momencie podejmowania decyzji, i oblicza się ją, dyskontując strumień przepływów pieniężnych prognozowanych w planie operacyjnym za pomocą czynnika dyskontującego, którym jest koszt kapitału. Zgodnie z intuicją im wyższy koszt kapitału, tym niższa wartość bieżąca netto.
- (80) W odniesieniu do Ciudad de la Luz, stosując koszt alternatywny kapitału w wysokości 14 % oraz przepływy pieniężne przedstawione w planie operacyjnym firmy Consultia z 2004 r. (które Komisja przyjmuje według

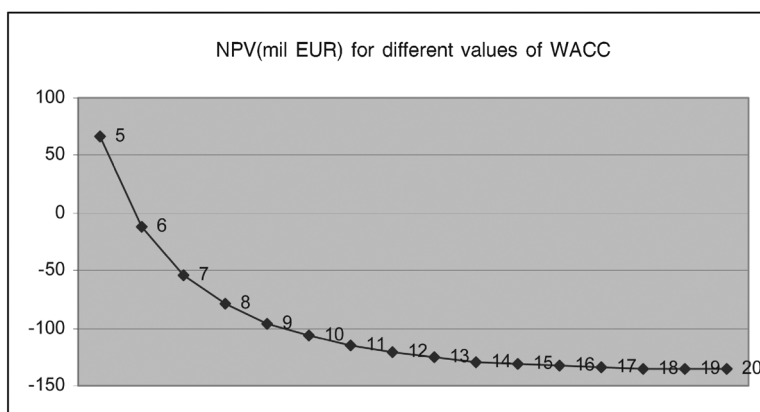
(28) Źródło: ORBIS sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa.

(29) W niezależnym sprawozdaniu firmy Ecorys posunięto się dalej, uwzględniając także założenia planu operacyjnego i krytykując niektóre z nich. Przykładowo wskazano w nim, że „wybór lokalizacji nie wydaje się oczywisty ze strategicznego punktu widzenia, ponieważ nie zidentyfikowano żadnej synergii z otaczającym sektorem filmowym. Poza tym są w Hiszpanii inne regiony o porównywalnym położeniu geograficznym znajdujące się bliżej istniejącego skupiska sektora filmowego” (s. 30). Ponadto: „pod tym względem należy zauważyć, że zwłaszcza w pierwszych latach działalności studia i szkoły, lokalnie wyszkoleni pracownicy, którzy ukończyli szkołę na miejscu, nie będą dostępni. W związku z tym ostrożny inwestor prywatny prawdopodobnie wybrałby inną lokalizację w celu budowy podobnego studia filmowego” (s. 31). W odniesieniu do inwestycji z 2004 r. wskazano, że: „można zakwestionować, czy prywatny inwestor wybrałby budowę studia filmowego od podstaw w obszarze, na którym nie ma odpowiednich zasobów ludzkich w pierwszych latach działalności studia i szkoły” (s. 39).

wartości nominalnej, jak wyjaśniono w motywie 76), wartość bieżąca netto inwestycji wynosi około minus 130 mln EUR (zob. załącznik). W związku z tym przedmiotowa możliwość inwestowania nie jest korzystna dla prywatnego inwestora.

- (81) Komisja przeprowadziła także weryfikację wiarygodności wskazującą, że wynik jest bardzo wiarygodny. Powyżej rozsądnego progu wartość kosztu alternatywnego kapitału raczej nie wpływa na wynik, jak oszacowała Komisja. Innymi słowy, istotne zmiany parametrów skalibrowanych przez Komisję podczas obliczania kosztu

kapitału nie mają wpływu na wynik. Przedstawiony poniżej wykres pokazuje przybliżone wartości bieżące netto w odniesieniu do różnych wartości kosztu kapitału (średniego ważonego kosztu kapitału) od 5 % do 20 %. Na wykresie pokazano, że wartość bieżąca netto staje się ujemna, gdy średni ważony koszt kapitału wynosi od 5 % do 6 %. W związku z tym, w przypadku kosztu kapitału przekraczającego 6 %, prywatny inwestor nie podjąłby się realizacji projektu. Ponadto wartości średniego ważonego kosztu kapitału wyższe niż 10 % praktycznie nie wpływają na wartość bieżącą netto. Komisja oszacowała, że średni ważony koszt kapitału wynosi około 14 %, a więc znajduje się w zakresie pozwalającym stwierdzić z wysokim poziomem ufności, że projekt nie jest rentowny.



- (82) W odpowiedzi na ocenę Komisji, na podstawie sprawozdania firmy konsultingowej⁽³⁰⁾ władze hiszpańskie twierdziły, że ocena Komisji była błędna. Po pierwsze, o ile w sprawozdaniu firmy konsultingowej samą analizę kapitałowego modelu wyceny aktywów uznano za poprawne podejście, to zakwestionowano wartości parametrów wykorzystane przez Komisję. W szczególności premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe oraz wartości „beta” powinny być niższe. Po drugie, aby ustalić odpowiednią wartość odniesienia, Komisja nie powinna korzystać tylko z planu operacyjnego firmy Consultia IT, lecz także z planu operacyjnego Arthura Andersena z 2000 r. Po trzecie, Komisja nie zastosowała odpowiednich wskaźników finansowych w celu oszacowania oczekiwanej rentowności projektu Ciudad de la Luz. Ponadto Komisja nie uwzględniła oczekiwanych przychodów wynikających z budowy hoteli i pomieszczeń biurowych.

w którym podjęto decyzję gospodarczą. W istocie w odniesieniu do stosownego okresu autor cytowany przez władze hiszpańskie sam przedstawia szacunki zgodne z oceną Komisji. W załączniku II wyjaśniono także powód, dla którego wnioski władz hiszpańskich o zastosowanie niższych wartości „beta” są błędne. Komisja wykorzystała wartości uzyskane w badaniach publicznych, w których obliczono wartości „beta” dla bezpośrednich konkurentów Ciudad de la Luz. Eksperti finansowi odrzucili propozycję władz hiszpańskich, aby zastosować historyczne wartości beta.

- (83) Argumenty te zostały odrzucone przez Komisję. W odniesieniu do premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe w załączniku II wyjaśniono szczegółowo, dlaczego wartości w przedziale zaproponowanym przez Komisję nie mogą być aktualne. Przede wszystkim wartości zaproponowane dla premii były oszacowane w odniesieniu do 2009 r., nie zaś do wartości przeważających w 2000 r. i 2004 r. Oczywiście jest, że parametry, jakie należało zastosować do oszacowania kapitałowego modelu wyceny aktywów, powinny pochodzić z dnia,

- (84) W odpowiedzi na wniosek władz hiszpańskich, aby uwzględnić plan operacyjny z 2000 r., w załączniku II przedstawiono takie obliczenie. Jak można zauważyć, z powodu wyższej premii z tytułu ryzyka oraz wyższej stopy wolnej od ryzyka, średni ważony koszt kapitału byłby w tym przypadku nawet wyższy niż w 2004 r. Również w tym wyliczeniu wartość bieżąca netto jest ujemna. Ponadto w odniesieniu do ewentualnych przychodów z hoteli i pomieszczeń biurowych założenia władz hiszpańskich opierały się na nowych dowodach, mianowicie na sporządzonych w dalszej kolejności sześciu sprawozdaniach z wyceny terenu. Dowody te nie wchodziły w skład informacji dostępnych dla potencjalnego inwestora w tamtym czasie. Chociaż w sprawozdaniu Andersena wspomina się o możliwości budowy kompleksu hotelowego, nie zawiera ono informacji na temat oczekiwanej rentowności ani żadnego planu operacyjnego dotyczącego zagospodarowania terenu. W załączniku II omówiono jednak szczegółowo proponowane

⁽³⁰⁾ Odniesienie do drugiego sprawozdania LECG.

sprawozdania *ex post* dotyczące zagospodarowania terenu. Zawierają one poważne błędy. Przykładowo ceny referencyjne zaproponowane w odniesieniu do pomieszczeń biurowych w kompleksie Ciudad de la Luz dotyczą najbardziej prestiżowych ulic handlowych w Alicante. Biorąc pod uwagę, że kompleks Ciudad de la Luz znajduje się poza miastem Alicante i w sąsiedztwie kompleksu przemysłowego, przedmiotowe ceny referencyjne są mocno zawyżone. Podobnie ceny referencyjne w odniesieniu do hoteli zostały przyjęte według cen cztero- lub pięciogwiazdkowych hoteli. Nie wskazano jednak, że istniałby wystarczający popyt na takie hotele usytuowane poza obrębem Alicante (oraz blisko drogi szybkiego ruchu i zakładu przemysłowego).

- (85) Poza swoją oceną wewnętrzną Komisja zleciła również niezależną analizę dotyczącą tego, czy prywatny inwestor przeprowadziłby taką inwestycję w Ciudad de la Luz na takich samych warunkach⁽³¹⁾. W sprawozdaniu firmy Ecorys rozważa się różne scenariusze, w których szacowany koszt kapitału własnego wynosi od 12,5 % do 21,4 % w odniesieniu do inwestycji w 2000 r. oraz od 10,9 % do 15,9 % w odniesieniu do dalszej inwestycji w 2004 r. W związku z tym wynik analizy Komisji mieści się w zakresie obliczonym przez firmę Ecorys. Natomiast wewnętrzna stopa zwrotu obliczona na podstawie planu operacyjnego jest dużo niższa od minimalnego kosztu kapitału własnego oszacowanego przez firmę Ecorys.
- (86) W związku z tym zgodnie z ogólnym wnioskiem firmy Ecorys nie wydaje się prawdopodobne, aby inwestycje podjęte w 2000 r. i w 2004 r. pasowały do postępowania prywatnego inwestora zachowującego należytą staranność w warunkach gospodarki rynkowej. W odniesieniu do planu inwestycji z 2000 r. firma Ecorys uważa, że odtworzony scenariusz działalności wskazuje ujemną wartość bieżącą netto wynoszącą 9,3 mld ESP. Inwestycja w rynek akcji byłaby o wiele bardziej interesująca dla rozważnego inwestora prywatnego. W odniesieniu do inwestycji z 2004 r. firma Ecorys stwierdza, że „działający z należytą starannością inwestor prywatny prawdopodobnie nie zdecydowałby się zrealizować projektu CDL w całości, a raczej wybrałby eksploatację sześciu hal do zdjęć dźwiękowych, w które już zainwestował, lub zrezygnował z projektu i poniósł stratę”⁽³²⁾. Ponadto firma Ecorys stwierdza, że prywatny kredytodawca nie udzieliłby pożyczki partycypacyjnej ani żadnego innego rodzaju zobowiązania na projekt, ponieważ przepływy pieniężne w ramach tego projektu nie pokrywałyby kosztów obsługi zadłużenia.
- (87) Tym samym należy stwierdzić, że ani inwestycje dokonane w Ciudad de la Luz między 2000 a 2004 r., ani inwestycje dokonane po tym okresie nie spełniają kryteriów testu prywatnego inwestora i w związku z tym przynoszą korzyść przedsiębiorstwu Ciudad de la Luz SAU. Ponieważ kryteria testu prywatnego inwestora nie zostały spełnione, świadczy to, że inwestor prywatny nie

zdecydowałby się na przeprowadzenie inwestycji analogicznej do inwestycji przeprowadzonej w 2000 r. i nie inwestowałby w przedmiotowy projekt na podstawie planu operacyjnego z 2004 r.

- (88) W związku z tym Komisja stwierdza, że cała wartość inwestycji stanowi korzyść gospodarczą. Pożyczki, których SPTCV udzieliła Ciudad de la Luz, były pożyczkami podporządkowanymi, co oznacza, że zostały ujęte w bilansie w podobny sposób, jak kapitał własny. Zgodnie z informacjami przedstawionymi już przez Komisję w decyzji o wszczęciu postępowania, oprocentowanie pożyczek było w części stałe, a w części zmienne. Stała stopa oprocentowania była bardzo niska i w związku z tym nie została zaakceptowana przez prywatnego kredytodawcę. Wyjątkowo niskie stałe oprocentowanie części pożyczki mogłoby zasadniczo zostać zrekomensowane możliwością uzyskania odpowiedniego wynagrodzenia z tytułu pożyczki partycypacyjnej dzięki ustanowieniu części o zmiennym oprocentowaniu powiązanej z rentownością projektu, ale w rozpatrywanym przypadku nie było to możliwe (zob. argumentacja dotycząca testu prywatnego inwestora przedstawiona powyżej). Ponadto w prognozie zysków i oświadczeniu za okres od 2002 do 2014 r. przekazanej Komisji przez władze hiszpańskie nie uwzględniono żadnych kosztów finansowych. Zaciągnięte pożyczki miały teoretycznie zostać spłacone w kwietniu 2015 r., tj. po upływie wyznaczonej na 2014 r. daty zakończenia realizacji projektu (i, ewentualnie, jego zbyciu), na co prywatny kredytodawca nie wyraziłby zgody. W piśmie z dnia 20 kwietnia 2009 r., stanowiącym odpowiedź na decyzję o wszczęciu postępowania, władze hiszpańskie wyjaśniły, że z ekonomicznego punktu widzenia przedmiotowe pożyczki powinny zostać uznane za zastrzyk kapitałowy, ponieważ w rozpatrywanym przypadku funkcje kredytodawcy i udziałowca pełni ten sam podmiot (tj. SPTCV). Ponieważ żadna z pożyczek udzielonych w 2005, 2007, 2008 i 2009 r. nie została (nawet częściowo) spłacona, a beneficjent nie uiszczył zapłać żadnych odsetek od tych pożyczek, należy je faktycznie uznać za inwestycję kapitałową. Zgodnie z informacjami przekazanymi przez władze hiszpańskie w kwietniu 2012 r. pod koniec 2010 r. stanowiły one łącznie kwotę 265 089 599 EUR⁽³³⁾.

Selektywność

- (89) Udzielona pomoc ma również selektywny charakter, ponieważ korzyści wynikające ze wsparcia przysługują przeważnie wyłącznie przedsiębiorstwom prowadzącym działalność w omawianym sektorze, a w rzeczywistości tylko niektórym z nich.

Zasoby państwowe

- (90) Komisja zauważa, że Generalitat Valenciana finansował inwestycję za pośrednictwem spółki zależnej SPTCV, w odniesieniu do której dysponował pełnym prawem własności, oraz że analizy, na podstawie których podjęto decyzję o zainwestowaniu w Ciudad de la Luz, zostały

⁽³¹⁾ Firma Ecorys, „Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz” (Analiza zastosowania testu prywatnego inwestora do inwestycji publicznej w Ciudad de la Luz), 19 lipca 2011 r.

⁽³²⁾ S. 30 i 39 sprawozdania firmy Ecorys.

⁽³³⁾ Jak wskazano w motywach 29 i 53. Ponieważ pożyczki uznaje się za inwestycje kapitałowe, odsetki nie zostały wzięte pod uwagę.

przeprowadzone na zlecenie Generalitat Valenciana. W związku z tym przedmiotowe środki można uznać za zasoby państwowe.

Zakłócenie konkurencji

- (91) Jeżeli pomoc państwa wzmacnia pozycję przedsiębiorstwa w stosunku do innych przedsiębiorstw konkurencyjnych, należy uznać, że wywiera ona wpływ na te przedsiębiorstwa. Przyznane wsparcie wzmacnia pozycję przedsiębiorstwa Ciudad de la Luz wobec innych przedsiębiorstw konkurencyjnych, pozwalając mu wejść na rynek studiów filmowych. Konkurencja między przedsiębiorstwami, które odniosły korzyść dzięki przyznaniu tego środka, a tymi, które nie odniosły takiej korzyści, została zakłócona. Nawet zakładając, że produkcje filmowe realizowane w innych państwach członkowskich, w których zlokalizowane są inne studia filmowe, otrzymują dotacje, nie stanowi to argumentu, który pozwoliłby zaprzeczyć, że w omawianym przypadku doszło do zakłócenia konkurencji. To, że inne państwa członkowskie również przyjęły środki zakłócające konkurencję na rynku nie oznacza, że danego środka nie można uznać za pomoc państwa. Przy ocenianiu ocenie warunków związanych z zakłóceniem konkurencji, nie ma miejsca na takie „bilansowanie”.

Wpływ na wymianę handlową

- (92) Komisja uznaje również, że przedmiotowy środek wywiera wpływ na wymianę handlową między państwami członkowskimi. Studia filmowe promują swoje obiekty na skalę międzynarodową. Producenci filmowi prowadzą regularne negocjacje dotyczące ceny i warunków wynajmu z szeregiem studiów filmowych, mających swoje siedziby w różnych państwach członkowskich. Komisja zatwierdziła wdrażane w Hiszpanii i w innych państwach członkowskich programy pomocy wspierające produkcję utworów audiowizualnych, pośrednio zachęcając odpowiednie podmioty do korzystania z krajowych obiektów technicznych, w tym studiów filmowych. W czwartym kryterium przedstawionym w komunikacie dotyczącym kinematografii z 2001 r. wykluczono jednak możliwość przyznawania uzupełniającej pomocy mającej na celu wspieranie konkretnej działalności produkcyjnej, w tym korzystania ze studiów filmowych.

Wniosek

- (93) W związku z powyższym Komisja uznaje, że projekt wiązał się z przyznaniem selektywnej korzyści gospodarczej na rzecz Ciudad de la Luz. Projekt jest finansowany ze środków publicznych, powoduje zakłócenie konkurencji i wywiera wpływ na wymianę handlową między państwami członkowskimi. W związku z tym Komisja uznaje, że zgłoszony środek stanowi pomoc państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej.

Zgodność

- (94) Komisja musi w pierwszej kolejności upewnić się, czy pomoc nie jest sprzeczna z postanowieniami TFUE dotyczącymi innych obszarów niż obszar pomocy państwa.

W tym przypadku ocena Komisji pozostaje bez uszczerbku dla jakichkolwiek późniejszych ustaleń dotyczących zgodności pomocy z prawodawstwem UE w zakresie zamówień publicznych. Przedmiotowa pomoc nie obejmuje żadnych innych elementów, które można by uznać za problematyczne w świetle zasady ogólnej zgodności pomocy z przepisami prawa.

- (95) Jak wskazano w decyzji o wszczęciu postępowania, dodatkowym argumentem wysuniętym przez władze hiszpańskie na wypadek, gdyby Komisja uznała, że przedmiotowe środki stanowią pomoc państwa, było stwierdzenie, że takie środki byłyby zgodne z postanowieniami art. 107 ust. 3 jako pomoc regionalna i jako pomoc przeznaczona na wspieranie kultury.

Pomoc regionalna

- (96) Przyznanie pomocy regionalnej na cele związane z budową Ciudad de la Luz może być uznane za uzasadnione tym, że inwestycja była przeprowadzana na obszarze objętym pomocą. Władze hiszpańskie wskazały, że zgodnie z przepisami dotyczącymi pomocy regionalnej obowiązującymi w czasie podejmowania pierwotnej decyzji o przeprowadzeniu inwestycji, tj. w okresie od 2000 do 2006 r., dopuszczalna intensywność pomocy wynosiła 36 %.

- (97) Ponieważ w omawianym przypadku jest to pomoc niezgłoszona, zastosowanie mają postanowienia wytycznych w sprawie krajowej pomocy regionalnej na lata 2000–2006⁽³⁴⁾. Zgodnie z pkt 4.2 wytycznych: „Aby zapewnić trwałość i solidność inwestycji produkcyjnych, wkład odbiorcy pomocy w ich sfinansowanie musi wynosić co najmniej 25 %”. W przypisie 20 do wytycznych sprecyzowano, że wspomniany minimalny wkład w wysokości 25 % nie może zawierać żadnych środków uzyskanych w ramach pomocy. Mimo że w omawianym przypadku występował inwestor prywatny z wkładem odpowiadającym 25 % początkowego kapitału akcyjnego w wysokości 600 000 EUR, to investorem tym było przedsiębiorstwo zarządzające projektem, które wniosło wspomniany wkład w zamian za odpowiednią opłatę i które nie dokonało żadnych dalszych inwestycji w przedmiotowy projekt, które dorównałyby publicznym środkom zainwestowanym w projekt. W konsekwencji ta pierwsza inwestycja, z uwagi na jej niesamodzielny charakter, nie może być rozpatrywana w oderwaniu od inwestycji publicznej. Ponadto przedsiębiorstwo pełniące rolę prywatnego inwestora zostało wykupione przez SPTCV w lipcu 2004 r., wskutek czego jego udział kapitałowy uległ zmniejszeniu do 0,2 %.

- (98) Władze hiszpańskie argumentowały, że za wkład wniesiony przez beneficjenta może uznać inwestycję w wysokości 25 % dokonaną przez samo SPTCV. Zdaniem Komisji zastosowanie podejścia, w ramach którego 25 % wartości inwestycji zostaje pokryte przez organ publiczny, który nie zachowuje się jak inwestor prywatny (zob. powyżej, sekcja V, podsekcja „korzyść gospodarcza”), w sytuacji, gdy środki służące pokryciu pozostałych 75 % wartości inwestycji również pochodzą z zasobów państwa, nie pozwala zapewnić trwałości i solidności inwestycji produkcyjnej objętej pomocą.

⁽³⁴⁾ Dz.U. C 74 z 10.3.1998, s. 9.

(99) Ponieważ inwestycja w Ciudad de la Luz została w całości sfinansowana ze środków publicznych przekazanych przez SPTCV, uznaje się, że warunek ten nie został spełniony.

Pomoc sektorowa na rzecz sektora audiowizualnego

(100) W pewnych przypadkach Komisja zatwierdzała pomoc na rzecz sektora audiowizualnego przyznawaną na mocy art. 107 ust. 3 lit. c) z uwagi na fakt, że taka pomoc służyła realizacji celów kulturalnych przedstawionych w art. 167 TFUE. Wyjątek dotyczący wspierania kultury może być stosowany w połączeniu z innymi podstawami prawnymi dotyczącymi zgodności pomocy, takimi jak pomoc na ułatwianie rozwoju niektórych działań gospodarczych przewidziana w art. 107 ust. 3 lit. c) TFUE⁽³⁵⁾. Choć władze hiszpańskie nie powołały się na tę podstawę prawną, w świetle uwag zgłoszonych przez pozostałe strony zdecydowano, że przedmiotowa podstawa prawna zostanie wzięta pod uwagę w dalszej części niniejszej decyzji.

(101) Ocenę zgodności z postanowieniami art. 107 ust. 3 lit. c) TFUE przeprowadza się drogą trzyletowej weryfikacji, służącej zbilansowaniu korzyści i negatywnych skutków wynikających z zastosowania danego środka.

(102) Stosując taki test bilansujący, Komisja dokonuje oceny na podstawie następujących pytań:

a) Czy środek pomocy ukierunkowany jest na jasno określony cel, będący przedmiotem wspólnego zainteresowania (tj. czy zaproponowana pomoc ma na celu wyeliminowanie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku lub osiągnięcie innego celu)?

b) Czy pomoc została opracowana w sposób zapewniający osiągnięcie celu leżącego we wspólnym interesie? W szczególności:

(i) Czy środek pomocy jest właściwym instrumentem, tj. czy istnieje możliwość zastosowania innych, bardziej odpowiednich instrumentów?

(ii) Czy występuje efekt zachęty, tzn. czy pomoc powoduje zmianę zachowań przedsiębiorstw?

(iii) Czy środek pomocy jest proporcjonalny, tj. czy tę samą zmianę zachowań można uzyskać przy niższym poziomie pomocy?

c) Czy zakłócenia konkurencji i wpływ na wymianę handlową zostały ograniczone na tyle, aby ogólny bilans był dodatni?

Cel środka

(103) Przyjmuje się, że do wystąpienia „nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku” dochodzi wówczas, gdy wynik rynkowy nie zapewnia osiągnięcia najwyższego ogólnego poziomu dobrobytu społecznego. Do niekorzystnych wyników rynkowych może dojść w związku z tzw. dobrami publicznymi lub merytorycznymi⁽³⁶⁾. Tego rodzaju dobra wywierają pozytywne skutki zewnętrzne, w przypadku których korzyści społeczne przeważają nad korzyściami prywatnymi. W konsekwencji ilość dostarczanych dóbr jest niższa od optymalnej – co z kolei potwierdza zasadność interwencji publicznej (i ewentualnych dotacji publicznych).

(104) W UE istnieje wysoce konkurencyjny, komercyjny rynek, na którym konkuruje ze sobą szereg dużych studiów filmowych. Ponadto w przypadku dużych produkcji filmowych europejskie studia filmowe mają do czynienia ze znaczącą konkurencją ze strony studiów filmowych spoza UE. Dlatego też dowody *prima facie* nie wskazują na wystąpienie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku wynikających z niedostatecznego poziomu popytu lub wysokich kosztów wejścia. W odpowiedzi na decyzję o wszczęciu postępowania hiszpańscy producenci filmowi stwierdzili, że hiszpański rynek nie oferował podobnych usług wysokiej jakości przed wybudowaniem Ciudad de la Luz. W szczególności producenci filmowi z Walencji zwrócili uwagę, że możliwość korzystania z lokalnego studia filmowego pozwoliłaby im obniżyć koszty produkcji (niższe koszty transportu, bliskie położenie dostawców innych usług niezbędnych do realizacji produkcji filmowej itp.).

(105) Sam fakt, że krajowi producenci filmowi odnieśliby korzyści dzięki wybudowaniu Ciudad de la Luz, nie jest jednak wystarczający do stwierdzenia wystąpienia zdefiniowanej powyżej „nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku”. Po pierwsze, uznanie, że budowa Ciudad de la Luz służyła wyeliminowaniu nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku lokalnej produkcji filmowej w Hiszpanii, byłoby sprzeczne z celem przyznania pomocy deklarowanym przez władze hiszpańskie. W sprawozdaniu firmy Consultia z 2004 r. lokalne studia filmowe zostały uznane wyłącznie za „pośrednich” konkurentów CDL, jako że kompleks Ciudad de la Luz miał być nastawiony na duże produkcje filmowe.

⁽³⁵⁾ Zob. w szczególności decyzja w sprawie NN 84/04 z dnia 22 marca 2006 r. – Francja – Régimes d'aide au cinéma et à l'audiovisuel. W przedmiotowej sprawie Komisja, na mocy postanowień art. 107 ust. 3 lit. c) lub d), zatwierdziła *ex post* środki pomocy wspierające, w szczególności, dystrybucję filmową, tworzenie, remontowanie lub modernizację kin, dystrybucję muzyki filmowej lub filmów, B&R oraz rozwój technologii montażu i udźwiękowienia. Zob. również decyzja w sprawie N 192/08 z dnia 11 kwietnia 2008 r. – Hiszpania – Promowanie dubbingu i napisów w filmach w języku baskijskim.

⁽³⁶⁾ Dobra publiczne występują w sytuacjach, w których nie można zapewnić danego dobra lub wyświadczyć danej usługi jednej osobie bez jednoczesnego pozbawienia takiej możliwości innych osób, lub w przypadkach konsumpcji niekonkurującej (np. oświetlenie uliczne, drogi). Dobra leżące w interesie ogólnym lub dobra merytoryczne to takie dobra i usługi, z których, zdaniem rządu, obywatele będą korzystać w zbyt niskim stopniu i które w związku z tym powinny być dotowane lub dostarczane nieodpłatnie (np. edukacja, biblioteki publiczne).

(106) Po drugie, aby wykazać wystąpienie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w odniesieniu do hiszpańskich producentów filmowych, należałoby ocenić, czy korzyści społeczne wynikające z istnienia studia filmowego, takiego jak Ciudad de la Luz, przewyższają poniesione koszty. Wymagałoby to między innymi zbadania, czy istniejące już obiekty nie są wystarczające i czy np. hiszpańscy producenci filmowi nie mogliby korzystać ze studiów filmowych istniejących w Hiszpanii (takich jak Video Planning, Cartuja Producciones i Loasur Adiovisual w Andaluzji, Media Park w Katalonii, Platós Valencia w Walencji i Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Estudios Los Ángeles i Flash Estadio w Madrycie) lub w innych państwach członkowskich. Mimo że hiszpańscy producenci filmowi wskazali kilka (nieokreślonych ilościowo) wynikających z budowy Ciudad de la Luz korzyści pod względem kosztów, nie twierdzili, że utworzenie takiego kompleksu lokalnych studiów filmowych byłoby kluczowe dla krajowej produkcji filmowej.

Prawidłowo zaplanowana pomoc

(107) Ponadto, z uwagi na brak wyraźnie określonej nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku, którą przedmiotowy środek miałby wyeliminować, pomocy nie można uznać za odpowiednią i proporcjonalną pod kątem wyeliminowania nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku. Jeżeli przeznaczeniem studia filmowego było wspieranie lokalnej produkcji filmowej, należało m.in. porównać realizowaną inwestycję z innymi środkami, które mogłyby przynieść producentom filmowym podobne korzyści. Władze hiszpańskie nie przedstawiły takiej analizy porównawczej.

Zakłócenie konkurencji i wymiany handlowej

(108) Test bilansujący wymaga również przeprowadzenia oceny negatywnych skutków pod względem *zakłócenia konkurencji i wymiany handlowej*. Biorąc pod uwagę, że wielkość produkcji filmowej okazała się istotnie niższa od oczekiwanej oraz że studia filmowe przyciągnęły głównie lokalnych producentów filmowych, można stwierdzić, że, jak do tej pory, zakłócający konkurencję wpływ studiów filmowych Ciudad de la Luz był ograniczony. Liczba produkcji filmowych realizowanych w studiach filmowych Ciudad de la Luz nie stanowi jednak dobrego wskaźnika jego ewentualnych zakłócających skutków. Wejście Ciudad de la Luz na europejski rynek studiów filmowych zwiększyło ogólne możliwości produkcji filmowej. Zgodnie z podstawowymi zasadami ekonomii taki wzrost podaży przyczyni się do ogólnego spadku cen, niezależnie od liczby producentów filmowych, których uda się przyciągnąć do Ciudad de la Luz. Ponieważ taka sytuacja wywarłaby wpływ na ogólnie przyjętą cenę rynkową, nie można byłoby zauważyć takiego spadku ceny, porównując ustalenia cenowe Ciudad de la Luz z ustaleniami konkurencyjnych studiów. Ponadto budowa Ciudad de la Luz może

zachęcić inne państwa członkowskie do przeprowadzenia podobnych inwestycji. Wreszcie, biorąc pod uwagę nowoczesny charakter obiektów wchodzących w skład kompleksu studiów filmowych Ciudad de la Luz, jego pozycja na rynku może w przyszłości ulec zmianie.

(109) W związku z powyższym środka nie można uznać za zgodny z art. 107 ust. 3 lit. c), ponieważ nie służy on usunięciu nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku danego sektora i wiąże się z ryzykiem wywarcia niekorzystnego wpływu na konkurencję i wymianę handlową.

Pomoc na wspieranie kultury – inwestycja w budowę studia filmowego

(110) Władze hiszpańskie nie przedstawiły żadnych argumentów, które mogłyby wpłynąć na zmianę opinii wyrażonej przez Komisję w decyzji o wszczęciu postępowania, w której stwierdziła ona „brak elementu wskazującego na możliwość zastosowania wyjątku [dotyczącego wspierania kultury] w odniesieniu do pomocy państwa służącej pokryciu kosztów budowy i funkcjonowania nowego, dużego kompleksu studiów filmowych”. W decyzji o wszczęciu postępowania odrzucono możliwość traktowania studiów filmowych jako „obiektów infrastruktury kulturalnej” z uwagi na wysoki stopień ich specjalizacji i ograniczenie ich wykorzystywania do sektora audiowizualnego (tj. do celów związanych z produkcją filmów, programów telewizyjnych i reklam).

(111) Aby móc zastosować wyjątek dotyczący wspierania kultury przewidziany w art. 107 ust. 3 lit. d) TFUE w odniesieniu do środków finansowych nieobjętych postanowieniami komunikatu dotyczącego kinematografii, pomoc musiałaby być nie tylko konieczna, proporcjonalna i odpowiednia (podobnie jak przy ocenie zgodności z art. 107 ust. 3 lit. c), którą przedstawił powyżej), ale również przeznaczona na realizację celu kulturalnego. Ponieważ stwierdzono, że kryteria przewidziane w art. 107 ust. 3 lit. c) nie zostały spełnione, taki sam wniosek należy wysunąć w kwestii zgodności pomocy z art. 107 ust. 3 lit. d).

Pomoc na wspieranie kultury – zachęty dla producentów filmowych

(112) W grudniu 2008 r. Komisja zatwierdziła zachęty dla producentów filmowych opracowane przez region Walencji na podstawie komunikatu dotyczącego kinematografii⁽³⁷⁾. Żadne wcześniejsze zachęty zapewnione przez regionalny rząd Walencji w związku z prowadzeniem produkcji filmowej w studiach Ciudad de la Luz nie mogą zostać uznane za zgodne, jeżeli warunkiem przyznania pomocy było kręcenie filmów w kompleksie Ciudad de la Luz (jest to sprzeczne z czwartym kryterium ustanowionym w komunikacie dotyczącym kinematografii, które wyklucza możliwość przyznawania pomocy wspierającej konkretne działania związane z produkcją filmową).

⁽³⁷⁾ W komunikacie dotyczącym kinematografii z 2001 r. ustanowiono kryteria umożliwiające zastosowanie odstępstwa przewidzianego w art. 107 ust. 3 lit. d) w odniesieniu do programów pomocy wspierających produkcję utworów audiowizualnych.

(113) Ponadto w ramach niniejszej decyzji nie ma potrzeby dalszego badania, czy pomoc została przyznana producentom filmowym.

VI. WNIOSEK

(114) Komisja stwierdza, że Hiszpania udzieliła pomocy państwa na rzecz Ciudad de la Luz SA z naruszeniem art. 108 ust. 3 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Inwestycja w Ciudad de la Luz przeprowadzona przez Wspólnotę Autonomiczną Walencji nie została zrealizowana przez inwestora prywatnego na takich samych zasadach i warunkach. Tym samym Komisja uznaje całą kwotę inwestycji publicznej w przedmiotowy projekt za pomoc niezgodną z prawem.

(115) W konsekwencji całkowita kwota pomocy przekazanej do grudnia 2010 r. wynosi 265 089 599 EUR bezpośrednio inwestycji publicznej w Ciudad de la Luz SA; kwotę tę należy powiększyć o wartość wszelkich zachęt zapewnionych producentom filmowym pod warunkiem realizacji filmu w Ciudad de la Luz.

(116) Zgodnie z Traktatem o funkcjonowaniu Unii Europejskiej i z utrwalonym orzecznictwem Trybunału Sprawiedliwości w przypadku stwierdzenia niezgodności pomocy państwa z rynkiem wewnętrznym Komisja jest uprawniona do podjęcia decyzji o wycofaniu lub zmianie formy pomocy przez państwo⁽³⁸⁾. Zgodnie z utrwalonym orzecznictwem Trybunału nałożenie na państwo obowiązku wycofania lub zmiany formy pomocy uznanej przez Komisję za niezgodną z rynkiem wewnętrznym służy również przywróceniu stanu pierwotnego⁽³⁹⁾. W opinii Trybunału cel ten uznaje się za osiągnięty, jeżeli beneficjent pomocy przyznanej w sposób niezgodny z prawem dokonał jej zwrotu i utracił korzyść posiadaną względem konkurentów rynkowych, a ponadto została przywrócona sytuacja sprzed wypłaty pomocy⁽⁴⁰⁾.

(117) Zgodnie z przytoczonym orzecznictwem, art. 14 rozporządzenia (WE) nr 659/1999⁽⁴¹⁾ stanowi, że: „W przypadku gdy podjęte zostały decyzje negatywne w sprawach pomocy przyznanej bezprawnie, Komisja podejmuje decyzję, że zainteresowane państwo członkowskie podejmie wszelkie konieczne środki w celu windykacji pomocy od beneficjenta”.

PRZYJMUJE NINIEJSZĄ DECYZJĘ:

Artykuł 1

Kwota początkowego kapitału podstawowego oraz późniejszych podwyższeń tego kapitału w wysokości 94 459 719 EUR, teren o wartości 9 800 040 EUR przydzielony Ciudad de la Luz,

⁽³⁸⁾ Sprawa C-70/72, *Komisja przeciwko Niemcom*, pkt 13.

⁽³⁹⁾ Połączone sprawy C-278/92, C-279/92 oraz C-280/92, *Hiszpania przeciwko Komisji*, pkt 75.

⁽⁴⁰⁾ Sprawa C-75/97, *Belgia przeciwko Komisji*, pkt 64–65.

⁽⁴¹⁾ Dz.U. L 83 z 27.3.1999, s. 1.

pożyczki partycypacyjne o wartości 115 milionów EUR, obligacje zamienne na akcje emitowane od 2008 r. o wartości 45 829 840 EUR, które Hiszpania przekazała na rzecz Ciudad de la Luz niezgodnie z prawem do dnia 31 grudnia 2010 r., oraz wszelkie inne zachęty przyznane producentom filmowym pod warunkiem realizowania produkcji filmowej w Ciudad de la Luz, z naruszeniem art. 108 ust. 3 Traktatu, stanowią pomoc państwa niezgodną z rynkiem wewnętrznym.

Artykuł 2

1. Hiszpania odzyskuje od beneficjenta pomoc, o której mowa w art. 1.

2. Do kwot podlegających zwrotowi dolicza się odsetki za cały okres, począwszy od dnia, w którym pomoc została przekazana do dyspozycji beneficjenta, do dnia jej faktycznego odzyskania.

3. Odsetki nalicza się narastająco zgodnie z przepisami rozdziału V rozporządzenia Komisji (WE) nr 794/2004⁽⁴²⁾.

4. Hiszpania anuluje wszystkie dotychczas niezrealizowane wypłaty pomocy, o której mowa w art. 1, ze skutkiem od daty przyjęcia niniejszej decyzji.

Artykuł 3

1. Odzyskanie pomocy, o której mowa w art. 1, odbywa się w sposób bezzwłoczny i skuteczny.

2. Hiszpania zapewnia wykonanie niniejszej decyzji w terminie czterech miesięcy od daty jej notyfikacji.

Artykuł 4

1. W terminie dwóch miesięcy od daty notyfikacji niniejszej decyzji Hiszpania przekazuje Komisji następujące informacje:

a) łączną kwotę (kwota główna i odsetki od zwracanej pomocy), do odzyskania od beneficjenta;

b) szczegółowy opis środków już podjętych oraz środków planowanych w celu wykonania niniejszej decyzji;

c) dokumenty potwierdzające, że beneficjentowi nakazano zwrot pomocy.

2. Do momentu całkowitego odzyskania pomocy, o której mowa w art. 1, Hiszpania na bieżąco informuje Komisję o kolejnych środkach podejmowanych na szczeblu krajowym w celu wykonania niniejszej decyzji. Na wniosek Komisji Hiszpania bezzwłocznie przedstawia informacje o środkach już podjętych oraz środkach planowanych w celu wykonania niniejszej decyzji. Hiszpania dostarcza również szczegółowe informacje o kwocie pomocy oraz odsetkach już odzyskanych od beneficjenta.

⁽⁴²⁾ Dz.U. C 125, z 28.4.2004, s. 4.

Artykuł 5

Niniejsza decyzja skierowana jest do Królestwa Hiszpanii.

Sporządzono w Brukseli dnia 8 maja 2012 r.

W imieniu Komisji
Joaquín ALMUNIA
Wiceprzewodniczący

ZAŁĄCZNIK A

Informacje dotyczące otrzymanych, pozostałych do odzyskania oraz już odzyskanych kwot pomocy

Tożsamość beneficjenta	Łączna kwota pomocy uzyskanej w ramach programu (*)	Łączna kwota pomocy podlegająca odzyskaniu (*) (Kwota główna)	Łączna kwota, która została już zwrócona (*)	
			Kwota główna	Odsetki

(*) W milionach waluty krajowej.

ZAŁĄCZNIK I

Ciudad de la Luz (CDL) – Metoda obliczania właściwej wysokości kosztu kapitału w decyzjach dotyczących budżetowania kapitałowego – Lipiec 2009 r.**Cel**

Niniejsze sprawozdanie ma na celu ustalenie, czy przeprowadzenie inwestycji w projekt mający na celu utworzenie przedsiębiorstwa Ciudad de la Luz (CDL) można uznać za pomoc państwa. Zgodnie z testem prywatnego inwestora realizowana inwestycja jest uznawana za pomoc państwa, jeżeli oczekiwane wynagrodzenie, jakie ma otrzymać państwo, jest niższe od tego, jakiego żądałby prywatny inwestor w sytuacji tego konkretnego projektu.

Prywatny inwestor kapitałowy ⁽¹⁾ byłby skłonny zainwestować w CDL, gdyby oczekiwana wewnętrzna stopa zwrotu ⁽²⁾ była wyższa niż koszt alternatywny kapitału własnego lub mu równa ⁽³⁾ (tj. zwrotowi, jaki mógłby on uzyskać z tytułu realizacji podobnego projektu).

W poniższej analizie skalibrowano kapitałowy model wyceny aktywów w taki sposób, aby uzyskać koszt kapitału własnego. Koszt ten stanowi właściwy współczynnik, pozwalający stwierdzić, czy prywatny inwestor byłby skłonny podjąć się realizacji projektu CDL.

Uzyskany zakres parametrów porównuje się następnie z wynikami analizy *ex post* przeprowadzonej na reprezentatywnej próbie przedsiębiorstw konkurencyjnych wobec CDL. Podejście to zostało zastosowane przez firmę LECG w przedłożonym przez nią dokumencie, a mianowicie polegało ono na przeprowadzeniu analizy *ex post* w celu ustalenia wartości odniesienia dla kosztu alternatywnego kapitału wykorzystywanego przy realizacji tego rodzaju projektów. Jak zostanie to omówione poniżej, wybrane przez LECG narzędzie służące do przeprowadzenia analizy *ex post* nie jest odpowiednie do ustalenia wysokości takiej wartości odniesienia. Co ważniejsze, każdy wskaźnik określony w ramach analizy *ex post* stanowi niedoskonały wskaźnik zastępczy dla wysokości wymaganych stóp zwrotu *ex ante*.

Ustalono, że koszt alternatywny kapitału dla przedmiotowego projektu powinien zostać ustalony na poziomie ok. 14,91 %. W związku z tym prywatny inwestor zażądałby wewnętrznej stopy zwrotu w wysokości przekraczającej 14,91 %. Zgodnie z planem operacyjnym przedstawionym przez CDL w 2004 r. (stanowiącym najnowsze źródło informacji finansowych, na którym opiera się obecny projekt) wewnętrzna stopa zwrotu z inwestycji w CDL wynosiła 5,74 % ⁽⁴⁾.

Należy uznać wobec tego, że prywatny inwestor nie zainwestowałby w projekt CDL, ponieważ wewnętrzna stopa zwrotu z realizacji tego projektu jest niższa niż koszt alternatywny kapitału.

Koszt kapitału własnego ⁽⁵⁾

Koszt kapitału własnego to minimalna wymagana stopa zwrotu, jaką CDL musi zaoferować swoim udziałowcom, aby zrekompensować im:

- wartość pieniądza w czasie,
- ryzyko związane z inwestowaniem w CDL.

W tym kontekście należy podkreślić, że odpowiednia stopa zwrotu odpowiada oczekiwanej przyszłej stopie zwrotu, nie zaś historycznej stopie zwrotu. Koszt kapitału własnego odzwierciedla koszt alternatywny inwestycji dla udziałowców w spółkach lub projektach o takim samym (lub zbliżonym) stopniu ryzyka handlowego i finansowego, jak omawiany projekt.

W dalszej części analizy zastosowano powszechnie przyjętą metodę szacowania wysokości kosztu kapitału własnego, tj. kapitałowy model wyceny aktywów.

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

gdzie:

- K_e – koszt kapitału własnego wyrażony w %,
- R_f to stopa wolna od ryzyka wyrażona w %,
- $(R_m - R_f)$ to premia z tytułu ryzyka wyrażona w %,
- β to „beta”, miara określająca wysokość ryzyka systematycznego (niedywersyfikowalnego) związanego z aktywami CDL, odzwierciedlająca zarówno ryzyko handlowe, jak i finansowe.

⁽¹⁾ W przypadku braku zadłużenia.

⁽²⁾ Wewnętrzna stopa zwrotu z definicji odpowiada stopie dyskontowej, co oznacza, że wartość bieżąca netto danej inwestycji jest równa zeru.

⁽³⁾ Brealey i Myers, 2000, „Principles of Corporate Finance” (Podstawy finansów przedsiębiorstw), wydanie szóste (rozdział 5, s. 100).

⁽⁴⁾ Zastosowanie tej wartości odniesienia nie powinny być postrzegane jako uznanie, że ta wielkość liczbowa jest prawidłowa. Sporządzenie precyzyjnej prognozy przepływów pieniężnych jest trudne; dlatego też wartość 5,74 % najprawdopodobniej odpowiada najwyższej górnej granicy przedziału.

⁽⁵⁾ W dodatku podano ogólną definicję średniego ważonego kosztu kapitału (WACC), który obejmuje zarówno kapitał własny, jak i kwotę zadłużenia.

W odniesieniu do stopy wolnej od ryzyka, zgodnie z praktyką rynkową przyjmuje się długoterminową (z reguły dziesięcioletnią) stopę zwrotu z obligacji skarbowych w państwie, w którym prowadzona jest działalność.

W odniesieniu do premii z tytułu ryzyka należy przyjąć historyczną premię z tytułu ryzyka określoną dla odpowiednio długiego okresu czasu. Powszechną praktyką rynkową jest przyjmowanie różnicy pomiędzy historyczną stopą zwrotu ze zdyswersyfikowanego indeksu akcyjnego w państwie, w który prowadzona jest działalność, a stopą wolną od ryzyka.

Zastosowanie modelu w odniesieniu do Ciudad de la Luz

Średnia roczna stopa zwrotu z dziesięcioletnich obligacji skarbowych w Hiszpanii wynosiła 4,1 % w 2004 r. (1).

$$R_f = 4,1 \%$$

Według Fernández (2004) (2) historyczna premia z tytułu ryzyka w stosunku do obligacji skarbowych w Hiszpanii (w okresie od 1991 r. do 2003 r., który odpowiada w przybliżeniu okresowi poprzedzającemu przedmiotową inwestycję) wynosiła od 6,8 % do 9,3 % (różnica wynika z metody zastosowanej przy wyliczaniu średniej – metoda arytmetyczna vs. metoda geometryczna). Do celów oszacowania wysokości premii z tytułu ryzyka przyjmujemy dolną wartość tego przedziału.

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

W celu oszacowania wysokości wskaźnika beta wykorzystano publicznie dostępne informacje na temat przedsiębiorstw, które władze hiszpańskie wskazały jako bezpośrednich konkurentów CDL.

W 2001 r. KBC Securities przedstawiło sprawozdanie zawierające informacje niezbędne do obliczenia wartości bieżącej netto dziesięcioletniej inwestycji w **Carrere Group**. Należy zwrócić uwagę, że zarówno data, jak i termin zapadalności inwestycji zasadniczo pokrywają się z rozpatrywanym przypadkiem. Wysokość stopy dyskontowej zastosowanej w sprawozdaniu KBC wynosiła 12 %, natomiast zgłoszona wartość współczynnika beta była równa 1,8. Biorąc pod uwagę, że profil ryzyka finansowego **Carrere** różni się od profilu ryzyka finansowego CDL (struktura kapitału Carrere obejmuje zadłużenie), należy dostosować wartość współczynnika beta i obliczyć jego wartość nielewarowaną w celu wyodrębnienia konkretnego profilu ryzyka biznesowego. Wzór pozwalający obliczyć wartość współczynnika beta nielewarowanej został przedstawiony poniżej:

$$\text{Beta}_{\text{nielewarowana}} = \text{Beta}_{\text{lewarowana}} / [1 + (1 - T) D/E]$$

gdzie T odpowiada mającej zastosowanie stawce opodatkowania. Stawka opodatkowania we Francji, gdzie Carrere ma swoją siedzibę, wynosi ok. 33 %, a dane dotyczące dźwigni finansowej można znaleźć w oryginalnym sprawozdaniu KBC. W momencie emisji udziałów wartość dźwigni finansowej wynosiła 10 %. Dane agencji Bloomberg potwierdzają wysokość tych współczynników.

Po podstawieniu wskazanych powyżej wartości parametrów do wzoru uzyskamy następującą wartość nielewarowanego współczynnika beta:

$$\text{Beta}_{\text{nielewarowana}} = 1,68$$

Podobna ocena została przeprowadzona w Niemczech w 2008 r. przez Der Spezialist für Finanzaktien dla **Studio Babelsberg**, innego przedsiębiorstwa wskazanego przez władze hiszpańskie jako bezpośredniego konkurenta CDL. W przedmiotowym sprawozdaniu przyjęto, że koszt kapitału wynosił 12 %, a wartość współczynnika beta była równa 1,5. W momencie publikacji sprawozdania **Studio Babelsberg** było wolne od zobowiązań, co oznacza, że struktura jego kapitału była taka sama jak struktura kapitału CDL; dlatego w tym przypadku dostosowanie wysokości współczynnika beta nie jest konieczne.

Dowody bezpośrednie uzyskane w celu sporządzenia szczegółowych sprawozdań dotyczących dwóch bezpośrednich konkurentów CDL wskazują, że w przypadku CDL wartość współczynnika beta mieści się (co najmniej) w przedziale od 1,5 do 1,68. Ponadto inwestycja w CDL prawdopodobnie wiązałaby się z wyższym poziomem ryzyka niesystematycznego z powodów, które Komisja przedstawiła już wcześniej. Innymi słowy, wartość współczynnika beta wyliczonego dla CDL prawdopodobnie przewyższa wartość współczynnika wyliczonego dla jego konkurentów.

Do celów poniższej analizy wyciągnięto średnią arytmetyczną z tych dwóch wartości i przypisano ją CDL (pomijając fakt, że poziom ryzyka niesystematycznego związany z CDL jest prawdopodobnie wyższy). Należy zauważyć, że wartości te zostały dostarczone przez analityków finansowych, którzy przeprowadzili szczegółową analizę sytuacji przedsiębiorstw Carrere i Studio Babelsberg.

Zatem dolna wartość przedziału oczekiwanej stopy zwrotu z kapitału własnego, jakiej mógłby się spodziewać prywatny inwestor, wynosiłaby:

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

Wyliczenie wartości tego parametru jest przydatne, ponieważ wskazuje, że każda wartość średniego ważonego kosztu kapitału, która byłaby znacznie niższa niż **14,91 %**, powinna zostać z miejsca odrzucona.

Niedoskonałości metody zastosowanej przez LECG

Oszacowanie dokonane w analizie LECG, zgodnie z którym wartość czynnika dyskontującego wynosi 5,15 %, jest błędne metodologicznie. Według LECG właściwym wskaźnikiem zastępczym dla średniego ważonego kosztu kapitału (WACC) jest zrealizowana stopa zwrotu z aktywów jednego, lub ewentualnie dwóch konkurentów (Pinewood i Babelsberg).

(1) Global Insight.

(2) Pablo Fernández (2004), „Market risk premium: required, historical and expected” (Premia z tytułu ryzyka: wymagana, historyczna i oczekiwana), dokument roboczy IESE Business School.

Przed wszystkim, księgowe stopy zwrotu, takie jak stopa zwrotu z aktywów, zasadniczo nie powinny być uznawane za prawidłową miarę średniej stopy zwrotu, jakiej inwestor może oczekiwać, z co najmniej trzech powodów⁽¹⁾. Księgowe stopy zwrotu oblicza się raz do roku, natomiast rozsądny inwestor będzie brał pod uwagę zwrot z inwestycji przez cały okres realizacji projektu. Po drugie, informacje księgowe to dane historyczne dotyczące przedsiębiorstwa, dlatego też bardziej nadają się do wykorzystania przy przeprowadzaniu oceny *ex post* w odniesieniu do wyników osiągniętych przez dane przedsiębiorstwo, niż do przeprowadzania oceny *ex ante* w odniesieniu do oczekiwanych rezultatów z realizacji inwestycji. W rzeczywistości inwestorów nie interesuje wysokość przychodów księgowych, a raczej korzyści finansowe, tj. przepływy pieniężne, które uzyskują z tytułu poniesionej inwestycji.

Ponadto LECC powinno porównać współczynnik WACC z wysokością stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, a nie z wysokością stopy zwrotu z aktywów. Współczynnik WACC odnosi się do kapitału całkowitego, tj. kapitału własnego i zadłużenia finansowego. Jednak w typowym bilansie po stronie zobowiązań zapisuje się nie tylko kapitał własny i kwotę zadłużenia, ale również kwotę zobowiązań krótkoterminowych, tj. zobowiązań na rzecz dostawców. Dlatego też łączna wartość aktywów jest równa wartości kapitału całkowitego lub od niego wyższa, a przy danej stopie zwrotu stopa zwrotu z aktywów jest niższa od stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału lub jej równa⁽²⁾. W konsekwencji to stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału, a nie stopę zwrotu z aktywów, należy porównywać z WACC. Realizacja projektu jest korzystna wtedy i tylko wtedy, gdy stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału jest równa lub wyższa niż WACC.

Dane dotyczące konkurentów

Zanim rozpatrzone zostaną dane dotyczące rynku, należałoby ponownie zaznaczyć, że właściwą wartością odniesienia jest koszt *ex ante* kapitału własnego. Stopy zwrotu odnotowane *ex post* są jedynie niedoskonałym wskaźnikiem zastępczym w odniesieniu do oczekiwań *ex ante*, ponieważ stopy zwrotu zrealizowane *ex post* niekoniecznie są równe stopom zwrotu wymaganym *ex ante*. Jeżeli inwestorzy są zainteresowani wcześniejszymi wynikami jakiegoś sektora, powinni sprawdzić stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału, stopę zwrotu *ex post* względnie neutralną w stosunku do struktury kapitału innych firm, ponieważ uwzględnia ona zarówno dług, jak i kapitał własny. Ze wzrostem poziomu dźwigni finansowej spółki wzrasta stopa zwrotu z kapitału własnego udziałowców w stosunku do stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Poniżej została przeprowadzona analiza danych dotyczących stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału reprezentatywnej grupy konkurentów, pochodzących z różnych źródeł, i stwierdzono, że wyniki nie odbiegają od przeprowadzonej kalibracji.

1. Dane z bazy AMADEUS

AMADEUS to ogólnoeuropejska baza danych zawierająca informacje finansowe na temat ponad 11 mln spółek publicznych i prywatnych w 41 krajach europejskich dostarczane przez firmę Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing. BvD jest jednym z głównych dostawców usług w zakresie danych bilansowych firm na świecie, przy czym baza zawiera najwięcej danych dotyczących Europy.

Mediana to liczba oddzielająca górną część próbki od dolnej. Jeżeli zaobserwowane wartości są uporządkowane w rosnącym lub malejącym porządku, mediana jest wartością środkową.

Średnia arytmetyczna to suma wszystkich obserwacji podzielona przez liczbę obserwacji.

W przypadku wielu rozkładów mediana i średnia są zbliżone. W ujęciu empirycznym wspomniane dwie wartości mogą znacząco się różnić, jeżeli pomimo dużej wielkości próbki zaobserwowany rozkład jest asymetryczny (np. ponieważ zawiera obserwacje nietypowe, tj. obserwacje ekstremalne).

Dane przedstawione poniżej charakteryzują się wartościami średniej, które są wyższe niż mediana (asymetryczność dodatnia). Ponieważ średnia jest wrażliwa na obserwacje nietypowe, zamiast niej skupiamy się na medianie. Należy zauważyć, że wybór ten prowadzi do ustalenia niższych stóp zwrotu w stosunku do zastosowania średniej arytmetycznej próbki.

Analiza grupy przedsiębiorstw porównywalnych

Biorąc pod uwagę bardzo szeroką próbkę składającą się ze wszystkich podmiotów objętych kodem NACE 921 (działalność związana z filmami i nagraniami wideo) daje to ponad 11 000 obserwacji w okresie 1994–2008.

	Mediana
Stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału (ROCE)	13,56 %

⁽¹⁾ Hans W. Friederiszick i Michael Troge, DG ds. Konkurencji, CET, „Applying the MEIP to State Owned Companies – Lessons learned from the German Landesbanken Cases”, *Competition Policy Newsletter*, nr 1, wiosna 2006 r.

⁽²⁾ To nieporozumienie ma swoje źródło w fakcie, że niektórzy autorzy podręczników finansowych przyjmują istnienie uproszczonego bilansu, uwzględniającego wyłącznie kapitał własny i zadłużenie finansowe, bez zobowiązań krótkoterminowych. W takich przypadkach wysokość stopy zwrotu z aktywów rzeczywiście odpowiada stopie zwrotu z zainwestowanego kapitału. W praktyce jednak rzadko dochodzi do takiej sytuacji.

Pinewood-Shepperton, Carrere Group i Barrantov Studio należą do grupy oznaczonej czterocyfrowym kodem NACE 9211 (działalność związana z produkcją filmów i nagrań wideo) o węższym zakresie. Oprócz klasyfikacji NACE baza AMADEUS zawiera lepszą definicję firm porównywalnych dzięki pogrupowaniu firm oznaczonych tym samym kodem NACE według ich wielkości. Pinewood-Shepperton, Carrere Group i Barrantov Studio należą do grupy „bardzo dużych spółek” w NACE 9211 (określenie „bardzo duże” nie jest miarą bezwzględną, lecz względną w stosunku do innych firm oznaczonych kodem NACE 9211). Mediana ⁽¹⁾ w przypadku tej grupy spółek porównywalnych składającej się z 45 spółek w okresie 2000–2006, w przypadkach, w których dane były dostępne, jest następująca:

	Mediana
Stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału	10,1 %

Studio Babelsberg jest wymienione w bazie AMADEUS pod tym samym kodem NACE co trzy poprzednie spółki, lecz uznaje się je jedynie za „dużą spółkę”. Grupa porównywalnych „dużych spółek” w przypadku kodu NACE 9211 obejmuje 133 spółki. Mediana grupy w trakcie tego samego okresu (2000–2006) jest następująca:

	Mediana
Stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału	10,1 %

Cinecitta Studios wymieniono pod kodem NACE „reklama”, co oznacza, że ta grupa spółek porównywalnych jest nieodpowiednia do wykorzystania w celach porównawczych. Także CDL przydzielono do grupy przedsiębiorstw porównywalnych, oznaczonej kodem NACE 7413 (badanie rynku i opinii publicznej), co naszym zdaniem jest nieistotne dla naszej oceny.

2. Dane zawarte w bazie ORBIS ⁽²⁾

W celu uzyskania informacji na temat firm wymienionych w dokumencie przedłożonym przez władze hiszpańskie konieczne było skorzystanie z bazy ORBIS. W bazie ORBIS dostępne były informacje na temat następujących spółek:

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

Mediana w odniesieniu do tych spółek w okresie 2002–2007 jest następująca:

	Mediana
Stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału	10,82 %

Ponieważ w skład wspomnianej grupy spółek wchodzi jednoznacznie zidentyfikowani konkurenci, nie występuje ryzyko uwzględnienia spółki stanowiącej „obserwację nietypową”, która nie działa w tym samym segmencie rynku co CDL (co może zdarzyć się w przypadku grup spółek porównywalnych utworzonych w bazie AMADEUS). W związku z tym podajemy także wartość średniej w odniesieniu do tej grupy w okresie 2000–2007.

	Średnia
Stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału	12,26 %

⁽¹⁾ Jak wspomniano powyżej, wartość mediany w przypadku tej grupy jest niższa od wartości średniej arytmetycznej. W przypadku tej analizy grupy spółek porównywalnych baza AMADEUS zawiera wartość rocznej mediany stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, odnoszącą się do całej grupy spółek porównywalnych. W celu połączenia w czasie (wartość zgłoszona w tekście) obliczyliśmy „medianę rocznych median”.

⁽²⁾ ORBIS jest światową bazą danych posiadającą informację na temat ponad 50 mln przedsiębiorstw na całym świecie (firma Bureau van Dijk Electronic Publishing).

Wniosek

Uzyskany przez nas skalibrowany koszt alternatywny kapitału w przypadku inwestowania w CDL wynosi 14,91 %. Jeżeli zaakceptujemy plan operacyjny z 2004 r. proponowany przez CDL oraz analizę przeprowadzoną przez firmę LECG według ich wartości nominalnej, wewnętrzna stopa zwrotu tego projektu wyniesie 5,74 %. Podkreślamy jednak, że przepływy pieniężne prognozowane w planach operacyjnych z 2004 r. wydają się być nadmiernie optymistyczne, zwłaszcza uwzględniając rzeczywiste straty poniesione przez spółkę w okresie 2002–2004⁽¹⁾. Biorąc pod uwagę dostępne dla nas informacje, możemy przypuszczać, że spodziewane przepływy pieniężne przedstawione w planie operacyjnym z 2004 r. reprezentowały górną granicę.

Jak stwierdzono we wprowadzeniu, inwestor zainwestowałby jedynie w projekt posiadający wewnętrzną stopę zwrotu większą niż koszt alternatywny kapitału. W związku z tym podmiot inwestujący w CDL wymagałby znacznie wyższej wewnętrznej stopy zwrotu (tj. co najmniej 14,91 %), aby zainwestować we wspomniany projekt. Możemy uznać, że przeprowadzona inwestycja w CDL nie spełniła testu prywatnego inwestora.

Uwzględniając średni ważony koszt kapitału wynoszący 14,91 % i zakładając, że prognozy przepływów pieniężnych w 2004 r. przedstawiają górny limit, obliczyliśmy wartość bieżącą netto projektu jako sumę zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Z danych przedłożonych przez władze hiszpańskie wynika, że inwestycja wynosząca 199 mln jest sumą przepływów pieniężnych w okresie 2005–2007. Przepływ pieniężny z ostatniego okresu uwzględnia wartość końcową, obliczoną w oparciu o model zdyskontowanych dywidend w następujący sposób:

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

Gdzie D_t oznacza dywidendę do wypłacenia w roku t , g oznacza stopę wzrostu dywidendy i r oznacza stopę dyskontową.

To wyrażenie jest wysoce wrażliwe na parametry D_t oraz g . Uzyskanie dokładnych danych szacunkowych dla D_t i g wykracza poza cel tego dokumentu. Z tego powodu jako punkt odniesienia wykorzystujemy wartości proponowane przez władze hiszpańskie, dokładnie $D_t = 8\,651$ (ostatni okres przepływów pieniężnych) oraz $g = 2,553\%$ (stopa inflacji). Stosujemy jednak naszą szacunkową stopę dyskontową wynoszącą 14,91 %. Na podstawie wartości tych parametrów projekt generuje ujemną wartość bieżącą netto -NPV wynoszącą -131,65 mln.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Przepływ pieniężny	- 884	- 1 792	- 2 601	- 118 177	- 55 813	- 25 088	4 462
Dyskonto	(1 + średni ważony koszt kapitału) ²	1 + średni ważony koszt kapi- tału	1	1/(1 + średni ważony koszt kapitału)	1/(1 + średni ważony koszt kapitału) ²	1/(1 + średni ważony koszt kapitału) ³	1/(1 + średni ważony koszt kapitału) ⁴
14,91 %	1,3204	1,1491	1,0000	0,8702	0,7573	0,6591	0,5735
Zdyskontowane przepływy pieniężne	- 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	Wartość bieżąca netto
Przepływ pieniężny	5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	80 447	
Dyskonto	1/(1 + średni ważony koszt kapitału) ⁵	1/(1 + średni ważony koszt kapitału) ⁶	1/(1 + średni ważony koszt kapitału) ⁷	1/(1 + średni ważony koszt kapitału) ⁸	1/(1 + średni ważony koszt kapitału) ⁹	1/(1 + średni ważony koszt kapitału) ¹⁰	
14,91 %	0,4991	0,4344	0,3780	0,3290	0,2863	0,2491	
Zdyskontowane przepływy pieniężne	2 758,17	2 849,86	2 586,30	2 650,40	2 378,07	20 041,62	- 131,65

Uwagi na temat ostatniego sprawozdania (z dnia 25 marca)

Sprawozdanie przedłożone dnia 25 marca jest pozbawione rygoru metodologicznego i zawiera pewne główne twierdzenia, które w najlepszym przypadku są nieuzasadnione. Zawiera ono następujące stwierdzenie:

⁽¹⁾ Źródło: Sprawozdanie ORBIS na temat przedsiębiorstw.

„[...] Aby określić ilościowo tę stopę zwrotu, a przede wszystkim premię z tytułu ryzyka, której inwestor oczekiwałby od projektu, stosuje się różne modele, z których najpowszechniejszy jest kapitałowy model wyceny aktywów (CAPM). Jeżeli na przykład zastosuje się ten model do omawianego przypadku, prywatny inwestor »wymagałby« premii z tytułu ryzyka, a nie stopy zwrotu, wynoszącej 3,75 % w 2000 r. i 2,07 % w 2004 r.»

i następnie przedstawia poniższą tabelę:

Tabela 1

Szacunkowa premia z tytułu ryzyka wymagana w odniesieniu do CDL zgodnie z modelem CAPM

	Premia z tytułu ryzyka	Wartość beta dla Ciudad de la Luz	Premia z tytułu ryzyka wymagana w odniesieniu do Ciudad de la Luz
2000	9,49 %	0,395	3,75 %
2004	5,25 %	0,395	2,07 %

Innymi słowy, w sprawozdaniu stwierdzono, że wartość beta CDL wynosi $\beta = 0,395$. Jest to nieuzasadnione przypuszczenie, pozbawione poparcia w postaci jakichkolwiek udokumentowanych i weryfikowalnych danych. Ponadto trudno pogodzić je ze zdrowym rozsądkiem.

Poniżej przedstawiamy bezpośrednie cytaty z książki Brealeya i Myersa, głównego materiału referencyjnego w sprawozdaniu firmy LECC.

„[...] beta jest miarą wrażliwości papieru wartościowego na zmiany rynkowe. Akcje o wartości beta większej niż 1,0 mają tendencję do nasilania się ogólnych zmian rynkowych. Akcje o wartości beta od 0 do 1,0 mają tendencję zmieniać się w tym samym kierunku co rynek, lecz w mniejszym stopniu. Rynek jest oczywiście »portfelem wszystkich akcji«, więc akcja o »średniej wartości« ma wartość beta równą 1,0”. (Rozdział siódmy, s. 174).

Innymi słowy, akcje o wyższej wartości beta oznaczają większą zmienność i w związku z tym są bardziej ryzykowne.

Inwestycja w CDL jest tak ryzykowna, jak co najmniej inwestycja w jego konkurentów o ugruntowanej pozycji, których wartość beta znacznie przewyższa 1 (zob. oszacowania dokonane przez firmy KBC Securities i Spezialist für Finanzaktien).

Ponadto, jeżeli chodzi o stopę zwrotu wolną od ryzyka, wydaje się, że odniesienie się do obecnego tymczasowego kryzysu finansowego w celu obalenia wybranej przez Komisję wartości odnoszącej się do stopy zwrotu wolnej od ryzyka w trakcie okresu, w którym dokonano inwestycji w CDL, jest bardzo wygodnym wybiegiem.

Dodatek

W celu sfinansowania projektu inwestorzy muszą zainwestować pewien kapitał. Kapitał ten ma swój koszt. Jest to koszt kapitału.

Zazwyczaj istnieją dwa główne źródła kapitału:

- kapitał własny (E),
- kapitał finansowy/obcy (D).

Suma kapitału własnego i kapitału obcego daje kapitał całkowity (C) wyrażony w EUR. Każde z tych dwóch źródeł kapitału wiąże się z pewnym kosztem. Zauważamy, co następuje:

- K_e – koszt kapitału własnego wyrażony w %;
- K_d – koszt kapitału finansowego (obcego) wyrażony w %.

Całkowity koszt kapitału to w związku z tym średni ważony koszt kapitału (WACC) uwzględniający proporcje kapitału własnego i obcego. Mamy w związku z tym następujące równanie:

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

Należy zauważyć, że K_d i K_e stanowią oczekiwany koszt kapitału finansowego i kapitału własnego, a nie koszt historyczny.

Uwzględniając korzyści podatkowe finansowania dłużnego i zakładając, że T oznacza stawkę podatkową mającą zastosowanie do CDL, otrzymujemy następujące równanie:

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

W szczególnym przypadku, jakim jest CDL, w planie operacyjnym z 2000 r. nie wspomniano o długu. Ponieważ projekt jest w całości finansowany z kapitału własnego, otrzymujemy następujące równanie:

$$WACC = K_e$$

ZAŁĄCZNIK II

[na podstawie dokumentu z marca 2010 r.]

Odpowiedź na sprawozdanie z dnia 19 października 2009 r. przygotowana przez firmę LECG

Odpowiedź spółki konsultingowej LECG na analizę przeprowadzoną przez Komisję koncentruje się na czterech kwestiach:

1) Domniemane błędne zastosowanie modelu CAPM.

Chociaż firma LECG uznaje, że analiza oparta na modelu CAPM jest prawidłową ścieżką działania, to podaje w wątpliwość wartości parametrów wykorzystane przez DG COMP. Firma LECG twierdzi mianowicie, że:

— premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe powinna być niższa,

— wartości beta również powinny być niższe.

2) Komisja nie powinna ograniczać się do planu operacyjnego sporządzonego przez firmę Consultia IT, lecz także wykorzystać plan operacyjny na 2000 r., sporządzony przez Arthura Andersena, w celu ustalenia właściwego punktu odniesienia.

3) Komisja nie zastosowała odpowiednich wskaźników finansowych do oszacowania oczekiwanej rentowności projektu CDL.

4) Komisja ponadto nie uwzględniła oczekiwanych dochodów wynikających z budowy hoteli i pomieszczeń biurowych.

1. Parametry modelu CAPM**1.1. Premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe**

Firma LECG podaje wątpliwości nasz wybór polegający na wykorzystaniu danych historycznych odnoszących się do premii, w oparciu o opracowanie Fernández (2004), w celu oszacowania premii z tytułu ryzyka w Hiszpanii w 2000 r. i 2004 r. Firma LECG proponuje, aby zamiast tego stosować informacje dostępne w późniejszej publikacji tego samego autora ⁽¹⁾.

Jak zostanie to omówione poniżej, publikacja ta jest cytowana w sprawozdaniu firmy LECG w sposób bardzo wybiórczy.

W sprawozdaniu firmy LECG twierdzi się, że zamiast historycznej premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe należy stosować wymaganą premię za inwestycje w instrumenty kapitałowe. Fernández (2009) zawiera jednak następujące stwierdzenie:

„Można łatwo uznać, że nie istnieje powszechnie akceptowane oszacowanie punktowe premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe lub powszechna metoda szacowania jej. [...]

Zalecenia dotyczące premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe, zebrane ze 150 podręczników na temat finansów i wyceny wydanych pomiędzy 1979 r. a 2009 r., wahają się od 3 % do 10 %. W szeregu książek zastosowano różne premie za inwestycje w instrumenty kapitałowe na różnych stronach i w większości książek nie dokonano rozróżnienia pomiędzy czterema pojęciami określanymi terminem »premia za inwestycje w instrumenty kapitałowe«: historyczną premią za inwestycje w instrumenty kapitałowe, oczekiwaną premią za inwestycje w instrumenty kapitałowe, wymaganą premię za inwestycje w instrumenty kapitałowe i implikowaną premię za inwestycje w instrumenty kapitałowe. [...]

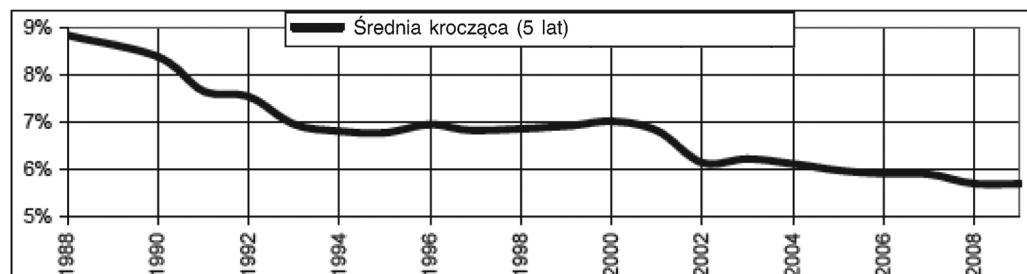
W 129 książkach oczekiwaną i wymaganą premię za inwestycje w instrumenty kapitałowe uznano za synonimy, a w 82 nie dokonano rozróżnienia między oczekiwaną i historyczną premią za inwestycje w instrumenty kapitałowe”.

W odniesieniu do konkretnej wartości, w swojej analizie firma LECG proponuje ponadto zastosowanie premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe przedstawionej niedawno w opracowaniu Fernández (2009). Fernández proponuje stosowanie wymaganej premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe (REP) wynoszącej od 3,8 % do 4,3 %. Istnieją co najmniej dwa powody, dla których zakres ten nie jest odpowiedni do naszych celów. Po pierwsze, posiada nierozdzielnie powiązane z nim ograniczenia, ponieważ jest subiektywną wyceną dokonaną przez jedną osobę. Należy zauważyć, że Fernández przedstawia średnią wartość uzyskaną na podstawie 150 podręczników (zob. wykres poniżej). Po drugie, i najważniejsze, propozycja wykorzystania wartości wynoszącej od 3,8 % do 4,3 % jest oszacowaniem *obecnej premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe*, a nie *obowiązującej w 2000 r. i 2004 r.* Wartości parametrów do wstawienia w modelu CAPM powinny pochodzić z tego samego okresu co decyzja handlowa (tj. *ex ante*, a nie *ex post*). Innymi słowy, właściwą premią za inwestycje w instrumenty kapitałowe jest premia obowiązująca w 2000 r. (lub w 2004 r.), a nie w 2009 r. W odniesieniu do tego punktu

⁽¹⁾ Pablo Fernández (2009): „The Equity Premium in 150 Textbooks” (Premia za ryzyko w 150 podręcznikach), dokument roboczy IESE Business School.

Fernández (2009) przedstawia szacunki konsensusowe w odniesieniu do wymaganej premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe w 2000 r. i 2004 r. W szczególności wartość wymaganej premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe z 2004 r. wynosi ponad 6 %, natomiast jej wartość w 2000 r. wynosi około 7 %. Nasze oszacowanie dokonane przed opublikowaniem tego opracowania było poprawne i mieściło się w tym zakresie, tj. 6,8 %.

„Poniższy rysunek przedstawia zmiany średniej kroczącej (ostatnie 5 lat) dla wymaganej premii za inwestycje w instrumenty kapitałowe (REP), stosowanej lub zaleconej w 150 podręcznikach na temat finansów i wyceny”.



1.2. Beta

W odniesieniu do bety w sprawozdaniu LECG wyrażono wątpliwości co do wykorzystania danych szacunkowych udostępnionych przez prywatne spółki specjalizujące się w wycenach. Poniżej przedstawiamy odnośniki do badań, na których się opieramy:

Carrere (informacje, które wykorzystaliśmy znajdują się na s. 5 poniższego sprawozdania):

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

Studio Babelsberg (zob. s. 10):

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

W naszej opinii jest to dokładnie to miejsce, w którym prywatny inwestor szukałby informacji w celu ustalenia wartości beta *ex ante*. Ci analitycy posiadają szczególne umiejętności, aby ocenić wyceny *ex ante*.

We wspomnianych dwóch badaniach przedstawiono wartości beta dla pewnych bezpośrednich konkurentów Ciudad de la Luz.

Pablo Fernández, autor cytowany bardzo często, lecz wybiórczo w sprawozdaniu firmy LECG, szczegółowo wyjaśnił, że bety historyczne (takie jak proponowane przez firmę LECG) są praktycznie bez znaczenia.

W swojej publikacji „Are calculated betas worth for anything?” (dokument roboczy IESE Business School) Pablo Fernández (2008) przedstawia solidne argumenty przeciwko stosowaniu obliczonej bety w wycenach:

„Wykazujemy, że ogólnie wielkim błędem jest stosowanie historycznej bety jako wskaźnika zastępczego w odniesieniu do oczekiwanej bety. Po pierwsze, ponieważ obliczenie sensownej wartości beta jest prawie niemożliwe, gdyż bety historyczne poważnie zmieniają się z dnia na dzień; po drugie, ponieważ bardzo często nie można stwierdzić na właściwym poziomie ufności, czy wartość beta jednej spółki jest mniejsza lub większa od wartości beta innej spółki; po trzecie, ponieważ historyczne bety w wielu przypadkach są pozbawione sensu: spółki wysokiego ryzyka bardzo często posiadają mniejsze historyczne bety niż spółki niskiego ryzyka; po czwarte, ponieważ historyczne bety są bardzo uzależnione od tego, który indeks zastosowano do ich obliczenia. [...] (1)” (nasze podkreślenie).

Trzeci argument Fernández (2008) przytoczony powyżej służy za dowód na to, że wartości beta przedstawione przez firmę LECG nie mogą być prawidłowe. Fernández istotnie zakłada, że spółki wysokiego ryzyka posiadają betę o wysokiej wartości. Jest to bardzo intuicyjne założenie: wymagana stopa zwrotu w przypadku projektu o wysokim ryzyku (takiego jak CDL) powinna być wyższa od stopy zwrotu zróżnicowanego portfela (np. IBEX 35).

(1) Damodaran (Damodaran, Aswath (1994), Damodaran on Valuation. New York: John Wiley and Sons) twierdzi podobnie, obliczając wartość beta dla przedsiębiorstwa Disney. W przypadku danych dziennych uzyskuje wartość wynoszącą 1,33; 1,38 w przypadku danych tygodniowych; 1,33 w przypadku danych miesięcznych; 0,44 w przypadku danych kwartalnych; i 0,77 w przypadku danych rocznych. W przypadku trzyletniego okresu uzyskuje wartość wynoszącą 1,04; 1,13 dla pięciu lat; i 1,18 dla 10 lat. Ponadto wartość beta zależy od indeksu przyjętego za punkt odniesienia, w związku z czym dla indeksu Dow 30 wynosi ona 0,99, dla S&P 500 wynosi 1,13 i dla indeksu Wilshire 5000 wynosi 1,05.

W innej publikacji, dotyczącej głównie Hiszpanii, („On the instability of betas: the case of Spain”, 2008 r., dokument roboczy IESE Business School) Pablo Fernández ponownie wykazuje, że stosowanie wartości beta obliczonych na podstawie danych historycznych w celu obliczenia wymaganej stopy zwrotu z kapitału własnego jest poważnym błędem.

„Jest to błąd z siedmiu powodów:

1. ponieważ bety obliczone na podstawie danych historycznych ulegają znacznym zmianom z dnia na dzień;
2. ponieważ obliczone bety są w bardzo dużym stopniu uzależnione od indeksu, który zastosowano jako odniesienie do rynku;
3. ponieważ obliczone bety są w dużym stopniu uzależnione od okresu historycznego (5 lat, 3 lata itd.), który zastosowano do ich obliczenia;
4. ponieważ obliczone bety są uzależnione od stopy zwrotu (miesięczna, roczna itd.) wykorzystanej do ich obliczenia;
5. ponieważ bardzo często nie wiemy, czy wartość beta jednej spółki jest niższa czy wyższa od wartości beta innego przedsiębiorstwa;
6. ponieważ korelacja między obliczonymi betami i stopą zwrotu z akcji jest słaba;
7. ponieważ współczynniki korelacji (oraz R^2) regresji wykorzystanych do obliczenia wartości beta są bardzo małe”.

Publikacja ta zawiera liczne przykłady wspierające wszystkie siedem stwierdzeń.

2. Właściwy przedział czasu

W naszej poprzedniej analizie wykorzystaliśmy rok 2004 jako rok referencyjny do obliczenia wartości bieżącej netto, ponieważ był to czas, w którym dokonano całkowitej inwestycji w wysokości 199,4 mln EUR. Możemy jednak bez problemu powielić naszą analizę w odniesieniu do 2000 r. Wynikający z niej średni ważony koszt kapitału byłby wyższy niż w 2004 r. ⁽¹⁾ ze względu na wyższą premię z tytułu ryzyka (która zgodnie z informacjami zgromadzonymi przez Fernándeza powinna wynosić około 7 % – zob. sekcja 1.1), jak również wyższą stopę zwrotu wolną od ryzyka (która wynosiła 5,53 % w przypadku Hiszpanii w 2000 r. ⁽²⁾). W związku z tym wewnętrzna stopa zwrotu wynosząca 8,84 % nadal byłaby znacznie niższa od kosztu kapitału (dokładniej: $WACC = 5,53\% + 1,59 * 7\% = 16,66\%$).

Można posunąć się o krok dalej i obliczyć wartość bieżącą netto projektu w 2000 r. Biorąc pod uwagę wszystkie sprzeczności, które podkreśliliśmy w naszych poprzednich analizach (tj. wykorzystanie wartości nominalnej przepływów pieniężnych i parametrów wykorzystanych do obliczenia wartości końcowej, oczywiście z wyjątkiem średniego kosztu ważonego kapitału) uzyskujemy następujące ujemne wartości bieżące netto:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Wartość bieżąca netto
Przepływ pieniężny	- 46 479	- 69 719	9 005	12 616	6 930	7 710	68 698	
Dyskonto	1	$1/(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})$	$1/(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})^2$	$1/(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})^3$	$1/(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})^4$	$1/(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})^5$	$1/(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})^6$	
16,66 %	1	0,8572	0,7348	0,6298	0,5399	0,4628	0,3967	
Zdyskontowane przepływy pieniężne	- 46 479	- 59 762,56	6 616,67	7 946,13	3 741,50	3 568,16	27 252,87	- 57 116,22

⁽¹⁾ Zgodnie z naszymi obliczeniami średni koszt ważony kapitału w 2004 r. wynosił 14,91 przy zastosowaniu stopy wolnej od ryzyka wynoszącej 4,1 % i premii z tytułu ryzyka wynoszącej 6,8.

⁽²⁾ Zob. statystyki sporządzone przez OECD.

3. Wskaźniki finansowe

Sprawozdanie LECG jest zgodne z przedstawioną opinią, zgodnie z którą kapitałowy model wyceny aktywów jest właściwym instrumentem do przeprowadzenia oceny kosztu kapitału *ex ante*. Ponadto sprawozdanie nie zawiera żadnych argumentów na zaprzestanie stosowania stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału jako wskaźnika zastępczego w odniesieniu do średniego ważonego kosztu kapitału. Dlatego też nie ma konieczności ponownego przedstawienia toku rozumowania opisanego już w poprzedniej notce. W dalszym ciągu istotne może być jednak przypomnienie, dlaczego stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału jest najbardziej odpowiednim wskaźnikiem. Ponieważ rentowność ekonomiczną spółki mierzy się *ex post* poprzez różnicę między stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału a kosztem kapitału, wówczas gdyby stworzyć na zasadzie intuicyjnej punkt odniesienia na podstawie ostatnich danych konkurentów w celu określenia minimalnej stopy zwrotu wymaganej przez inwestorów, wówczas odpowiednim wskaźnikiem zastępczym byłaby średnia sektorowa stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału.

4. Rozszerzenie inwestycji na hotele i pomieszczenia biurowe

Twierdzenia dotyczące tej kwestii opierają się na nowych dowodach, a mianowicie sześciu sprawozdaniach z wyceny terenu. Na wstępie należy zauważyć, że niniejszy dowód powstaje *ex post* i dlatego nie zalicza się do informacji dostępnych dla potencjalnego inwestora w tamtym czasie ⁽¹⁾. Po drugie, należy zauważyć, że Arthur Andersen w swoim sprawozdaniu wspomina tylko o możliwości budowy kompleksu hotelowego (na etapie III) i pewnej liczby pomieszczeń biurowych (na etapie IV). Sprawozdanie zawiera prognozę kosztów stworzenia kompleksu hotelowego i biurowego, ale nie uwzględnia żadnych powiązanych dochodów; stąd brakuje informacji na temat oceny rentowności zagospodarowania terenu. W istocie, nie przedstawiono żadnego planu operacyjnego dotyczącego budowy etapów III i IV. W planie operacyjnym przedsiębiorstwa Consultia IT występuje jedynie pośrednie odniesienie do hoteli w postaci wzmianki dotyczącej sfery dodatkowych usług, natomiast biura nie są nawet wspomniane. Ponadto działań tych w ogóle nie uwzględnia się w sekcji dotyczącej prognoz gospodarczych i finansowych. Innymi słowy, na żadnym etapie prywatnym inwestorom nie przedstawiono planu operacyjnego dotyczącego zagospodarowania terenu. Samo w sobie oznacza to, że ocena *ex ante* projektu powinna opierać się wyłącznie na planie operacyjnym dotyczącym studiów filmowych; wszystkie istotne dowody faktycznie wskazują, że zagospodarowanie terenu nie stanowiło części pierwotnego planu operacyjnego. W istocie, w sprawozdaniu LECG przedstawionym w kwietniu 2008 r. w sekcji 5 („Operacyjna wartość kompleksu hotelowego i obszaru komercyjnego w Ciudad de la Luz”) wyraźnie stwierdzono, że w żadnym z dwóch planów operacyjnych nie przeanalizowano szczegółów dotyczących inwestycji w kompleks usługowy (hotele i obszar komercyjny) ponieważ (i) w każdym wypadku wyżej wymienione usługi powstałyby po studiu; i (ii) rentowność studia była wystarczająco wysoka, dlatego nie zachodziła konieczność analizowania w tamtym czasie dodatkowych przepływów pieniężnych, jakie Ciudad de la Luz mogłaby wygenerować.

Jedynymi właściwymi informacjami, istotnymi w odniesieniu do oceny terenu, są oferty otrzymane przez Ciudad de la Luz w 2005 r., dotyczące budowy i uruchomienia hoteli i obszaru komercyjnego, które przedstawiono we wspomnianej wyżej sekcji 5. Odzwierciedlają one ocenę przeprowadzoną przez rynek w tym samym okresie co wydanie decyzji w sprawie inwestycji, w okresie charakteryzującym się ponadto boomem na rynku nieruchomości. Jak zostanie wyjaśnione w następnej sekcji, wyceny sporządzone przez Euroval nie są właściwym źródłem wskazówek na temat wartości działek.

W celu obliczenia wartości bieżącej netto, w tym tego dodatkowego zagospodarowania terenu, możliwe jest zastosowanie ceny ustalonej przez rynek (fakt, że jest stosunkowo niska, jak uznali Hiszpanie, stanowi w istocie dowód, że ta inwestycja budowlana nie wydawała się bardzo atrakcyjna dla prywatnych inwestorów).

Poniższa tabela przedstawia obliczenia wartości bieżącej netto, obejmujące inwestycję budowlaną zaplanowaną na podstawie ofert, które przedstawiono w 2005 r. (560 000 EUR na rok, z uwzględnieniem inflacji, jak wskazała firma LECG). Jak łatwo można zauważyć, wartość bieżąca netto pozostaje ujemna.

	2002 r.	2003 r.	2004 r.	2005 r.	2006 r.	2007 r.	2008 r.
Przepływ pieniężny	- 884	- 1 792	- 2 601	- 118 177	- 55 813	- 25 088	4 462
Wskaźnik cen konsumpcyjnych w hotelach				1,000	1,021	1,042	1,064
Hotele				560	572	584	596
Ogółem	- 884	- 1 792	- 2 601	- 117 617	- 55 241	- 24 504	5 058
Dyskonto	$(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})^2$	$1 + \text{średni ważony koszt kapitału}$	1	$1/(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})$	$1/(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})^2$	$1/(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})^3$	$1/(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})^4$

⁽¹⁾ W sprawozdaniu LECG z dnia 25 kwietnia 2008 r. zastosowano takie samo podejście, jakie przedstawiono na początku dokumentu (początek sekcji 2.1), zgodnie z którym istotne pytanie dotyczące zastosowania testu prywatnego inwestora brzmi: „czy uwzględniając informacje dostępne w czasie dokonania inwestycji, projekt był wystarczająco rentowny, aby skłonić prywatnego inwestora do podjęcia inwestycji? [...] Decyzję w sprawie inwestycji należy przeanalizować z perspektywy *ex ante*”.

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

2009 r.	2010 r.	2011 r.	2012 r.	2013 r.	2014 r.	Wartość bieżąca netto
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	
$1/(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})^5$	$1/(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})^6$	$1/(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})^7$	$1/(+ \text{średni ważony koszt kapitału})^8$	$1/(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})^9$	$1/(1 + \text{średni ważony koszt kapitału})^{10}$	
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

Serię sprawozdań z wyceny gruntu przygotowała spółka Euroval. Wykonanie tych sprawozdań zleciła Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana, inwestor w Ciudad de la Luz (CDL). W sprawozdaniach rzekomo przedstawiono obiektywną wycenę terenu, który miał być wykorzystany pod budowę hoteli i biur w kompleksie CDL. Zawierają one wycenę przeprowadzoną w latach 2000, 2002 i 2009. W każdym roku dokonano wyceny dwóch działek: jedna przeznaczona pod budowę kompleksu hotelowego, a druga pod budynki biurowe, co łącznie daje 6 sprawozdań z wyceny.

Ponieważ do sporządzenia sprawozdań zasadniczo wykorzystano taką samą metodykę, niektóre z naszych komentarzy są ogólne; za każdym razem, gdy występuje odniesienie do konkretnych założeń, wskazuje się odpowiednie sprawozdanie.

W niniejszej notatce opisano ograniczenia wynikające z wyżej wspomnianych sprawozdań i stwierdzono, że przedstawione w nim wyceny są niewiarygodne. Ponadto w notatce zwrócono uwagę, że sprawozdanie z wyceny jest niezgodne z niektórymi oświadczeniami zawartymi w dokumentach uprzednio dostarczonych przez władze hiszpańskie. Ponadto w notatce wskazano również rodzaj dowodu, jaki można było wykorzystać w celu uzyskania szacunkowej wartości terenu.

4.1. Sprawozdania

Jak można zauważyć, przedsiębiorstwo Euroval nie podpisało ani nie opatrzyło pieczęcią żadnego z tych sprawozdań, tj. nie ma żadnego dowodu, że podmiot prawny ponosi odpowiedzialność za wyceny.

Władze hiszpańskie twierdzą, że sprawozdania z wyceny terenu sporządzone w latach 2000 i 2002 nie spełniają wymogów określonych w rozporządzeniu ministra ECO 805/2003 dotyczącym wyceny budynków, „ponieważ ich cel jest inny niż zakres stosowania tego rozporządzenia” (np. s. 3 sprawozdania z wyceny przeprowadzonej w 2000 r. w odniesieniu do powierzchni biurowej). Nie podano powodu, dlaczego wyżej wspomniane rozporządzenie ministra nie ma zastosowania. Powyższe rozporządzenie ministra wspomniano również w związku z ustawą 6/1998 w sprawie wyceny gruntów (s. 13 wspomnianego sprawozdania). Twierdzi się, że ponieważ jest to wycena z mocą wsteczną za 2000 r. sporządzona w 2002 r., „pełniący obowiązki zespół techniczny zachowuje swobodę stosowania korekt obliczeń i hipotez, które uważa za najwłaściwsze w odniesieniu do zamierzonego celu”. Nie wyjaśniono jednak tych „korekt” i „hipotez”. Ponadto nie jest jasne, dlaczego nie można zastosować obowiązującego prawa, w szczególności w odniesieniu do wyceny terenu. Przedstawione uzasadnienie dotyczące niestosowania przepisów, które obowiązywały w tamtym czasie, również jest niejasne.

W sprawozdaniu zawierającym bieżącą (z 2009 r.) wycenę działki przeznaczonej pod budynki biurowe przedstawiono jeszcze bardziej zaskakujące uzasadnienie. Uważa się, że metody wyceny stosowane zgodnie z obowiązującym ustawodawstwem można przyjąć dlatego, że: „ponieważ celem wyceny jest niepieniężny wkład w dniu, o którym mowa, pełniący obowiązki zespół techniczny zachowuje swobodę stosowania korekt obliczeń i hipotez, które uważa za najwłaściwsze w odniesieniu do zamierzonego celu”. Innymi słowy, ponieważ wynikiem wyceny

nie będzie transakcja pieniężna, metody wyceny, które należy stosować zgodnie z prawem, mogą być modyfikowane. Ścisłej rzecz biorąc, ponieważ w proces ten nie są zaangażowane prawdziwe środki pieniężne/transakcje, zespół techniczny przyznaje, że uważa to za pozwolenie na przeprowadzanie korekt, które uzna za odpowiednie, uwzględniając „zamierzony cel”.

Nie ma zatem nic zaskakującego w fakcie, że spółka Euroval oficjalnie nie zatwierdziła żadnego z sześciu sprawozdań.

4.1.a) Sprawozdania dotyczące budowy pomieszczeń biurowych (działka NNT)

W sprawozdaniach należało również dokładniej wyjaśnić, z czym wiąże się zakwalifikowanie terenu do „wykorzystania usługowego”.

Najbardziej czytelnym ograniczeniem wynikającym z tych sprawozdań jest sposób, w jaki ustanowiono ceny referencyjne w odniesieniu do powierzchni biurowej w kompleksie Ciudad de la Luz. Na stronie 18 sprawozdania z 2000 r. wymieniono dziewięć transakcji, w tym ceny zapłacone za metr kwadratowy. Transakcje te miały miejsce w okresie od grudnia 1999 r. do września 2000 r., a średnia cena za metr kwadratowy wynosiła 1 111,7 EUR. Jest to wartość przyjęta za punkt odniesienia dla pomieszczeń biurowych w kompleksie Ciudad de la Luz.

Kompleks Ciudad de la Luz mieści się poza obrębem miasta Alicante w sąsiedztwie kompleksu przemysłowego (*polígono industrial*). Natomiast dziewięć transakcji wspomnianych powyżej dotyczy biur (średnia wielkość: 115,26 metrów kwadratowych) położonych na najbardziej prestiżowych ulicach handlowych w Alicante. Wykorzystanie tych transakcji w celu ustanowienia punktu odniesienia dla obiektu o wielkości 66 576,54 m², który zostanie wybudowany w Ciudad de la Luz, jest pozbawione jakiegokolwiek sensu.

W sprawozdaniu zastosowano hiszpański wskaźnik cen konsumpcyjnych (*Índice de Precios al Consumo, IPC*) w celu obniżenia obecnej wartości. Wskaźnik cen konsumpcyjnych stosuje się w szczególności, aby obniżyć aktualną cenę gruntów do ceny z 2000 r. (s. 24). Należy zauważyć, że, jak sama nazwa wskazuje, wskaźnik cen konsumpcyjnych nie obejmuje inflacji cen aktywów; wskaźnik oblicza się na podstawie koszyka dóbr konsumpcyjnych. Stosowanie wskaźnika cen konsumpcyjnych w celu obniżenia wartości gruntów lub nieruchomości może mieć działanie szkodliwe, z powodów wyjaśnionych poniżej.

Jak dobrze wiadomo, w Hiszpanii miał miejsce boom mieszkaniowy, który trwał przez ponad 10 lat (w znaczącym stopniu jej obecne problemy makroekonomiczne związane są z tą bańką finansową). W rezultacie ceny gruntów wzrastały o wiele szybciej niż ogólny wskaźnik cen konsumpcyjnych.

Według statystyk zgromadzonych przez ministerstwo budownictwa mieszkaniowego rządu hiszpańskiego (Ministerio de Vivienda, <http://www.mviv.es/es/>) ceny mieszkań w prowincji Alicante wzrosły o 122,2 % w okresie obejmującym pierwszy kwartał 2000 r. i trzeci kwartał 2009 r. (okres ten wybrano, ponieważ odpowiada on okresowi zastosowanemu w sprawozdaniu przedsiębiorstwa Euroval z 2000 r.: od stycznia 2000 r. do sierpnia 2009 r.). Przedziały czasowe wskazują, że ceny mieszkań wzrastały szybciej na początku okresu badanego.

To samo źródło statystyczne podaje również dane dotyczące cen gruntów; niestety, przedziały czasowe zaczynają się od roku 2004. Średnia cena za metr kwadratowy gruntów miejskich w prowincji Alicante wynosiła 234,3 EUR za m² w pierwszym kwartale 2004 r. W odniesieniu do gmin z liczbą mieszkańców powyżej 50 000 położonych w prowincji Alicante odpowiednie kwoty wynosiły 464,9 EUR za m² w pierwszym kwartale 2004 r.

Ponieważ ceny gruntów, które można stosować w odniesieniu do właściwego zagospodarowania terenów miejskich, są ściśle związane z cenami mieszkań, możliwe jest uzyskanie przybliżonej wartości deflatora cen gruntów w okresie od pierwszego kwartału 2000 r. do czwartego kwartału 2003 r., uwzględniając inflację cen mieszkań w tym samym okresie. Według hiszpańskiego ministerstwa budownictwa mieszkaniowego ceny mieszkań w prowincji Alicante wzrosły o 80,1 % w okresie między pierwszym kwartałem 2000 r. a trzecim kwartałem 2003 r.

Zatem, niezależnie od tego, czy bierze się średnią cenę gruntów dla całej prowincji (234 EUR/m² w pierwszym kwartale 2004 r.), czy też cenę gruntów w dużych gminach (464,9 EUR/m² w pierwszym kwartale), stosowanie deflatora tego rządu wielkości (+/- 80 %) spowodowałoby, że ceny gruntów w pierwszym kwartale 2000 r. byłyby znacznie niższe niż ceny podane w sprawozdaniu spółki Euroval.

Warto również zauważyć, że sprawozdania są ze sobą sprzeczne, jeżeli chodzi o zmiany ceny. Jak wspomniano powyżej, na s. 18 sprawozdania z 2000 r. wymieniono dziewięć transakcji, w tym ceny za metr kwadratowy. Transakcje te odbyły się w okresie od grudnia 1999 r. do września 2000 r., a średnia cena za metr kwadratowy wynosiła 1 111,7 EUR. Jest to wartość przyjęta za punkt odniesienia dla pomieszczeń biurowych w kompleksie Ciudad de la Luz.

Sprawozdanie z 2009 r. opiera się na tej samej metodyce. Na s. 18 wymieniono dziewięć transakcji, które odbyły się w okresie między kwietniem 2007 r. a grudniem 2008 r. Średnia wartość wynosiła 2 736,22 EUR za metr kwadratowy. Dlatego też sprawozdanie z 2009 r. zawiera oczywisty dowód, że inflacja na rynku nieruchomości kształtowała się znacznie powyżej poziomu 33,5 % stosowanego w sprawozdaniu z 2000 r. W wyniku porównania obu sprawozdań otrzymujemy inflację wynoszącą 146,1 %. Jest to zgodne ze sprawozdaniami sporządzonymi przez ministerstwo budownictwa mieszkaniowego: w okresie między pierwszym kwartałem 2000 r. a drugim kwartałem 2008 r. (okres, w którym odnotowano największą liczbę transakcji w sprawozdaniu z 2009 r.) ceny mieszkań w prowincji Alicante wzrosły o 152,1 %.

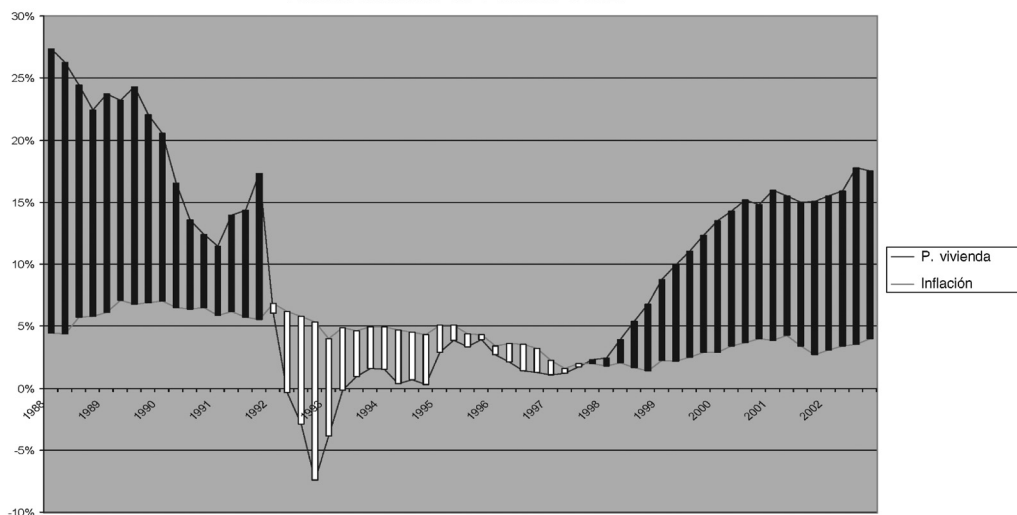
Fakt, że kwoty podane w sprawozdaniu z 2009 r. zmniejszono o 15 % w celu ustanowienia bieżących cen, nie wpłynął na ogólny obraz sytuacji w świetle zastosowanych wielkości.

Pragnęlibyśmy jednocześnie przypomnieć, że wykorzystanie cen dla małych biur w centrum Alicante w celu ustanowienia punktu odniesienia dla kompleksu Ciudad de la Luz jest pozbawione sensu.

Należy uwzględnić dwa dalsze komentarze. Po pierwsze, w okresie boomu na rynku nieruchomości ceny gruntów rosły zwykle szybciej niż końcowe ceny mieszkań. W każdym razie wskaźnik cen mieszkań zaniża inflację cen gruntów. Po drugie, średnia cena gruntów w przypadku dużych gmin prawdopodobnie nie odzwierciedla cen gruntów w miejscu takim, jak CDL. W istocie, większość bazowych danych zastosowanych w celu ustanowienia tej średniej ceny wiąże się z gruntami położonymi w miastach lub ich bezpośrednim sąsiedztwie (np. na przedmieściach *urbanizaciones*); CDL mieści się poza miastem, w okolicy z małą ilością zabudowy mieszkaniowej (o ile w ogóle jakkolwiek istnieje w tej okolicy).

Ponadto inflację cen mieszkań przedstawiono za pomocą materiałów wykorzystywanych do nauczania studentów drugiego roku na Uniwersytecie Carlosa III w Madrycie, które można znaleźć na stronie: <http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/>, materiales, Tema I, slide 67, które odtwarzamy poniżej. Za pomocą tego graficznego dowodu potwierdza się, że ceny mieszkań wzrastały dużo szybciej niż wskaźnik cen konsumpcyjnych.

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



Oryginalne źródło: LA VIVIENDA EN ESPAÑA: DESGRAVACIONES, BURBUJAS Y OTRAS HISTORIAS, José García Montalvo.

We wszystkich sprawozdaniach argumenty wykorzystane, aby pokazać, że koszty zagospodarowania terenu są zerowe, są dość słabe, biorąc pod uwagę, że pewne dodatkowe koszty musiałyby być poniesione.

Ponadto w przypadku kompleksu biurowego (NNT) różnica wynosząca 35 % (2002 r.) lub ponad 50 % (2000 r.) między wartościami uzyskanymi za pomocą dwóch metod wyceny (dynamicznej metody rezidualnej i wzrostu wskaźnika ceny konsumpcyjnej) świadczy o wysoce spekulacyjnym charakterze działania.

4.1.b) Sprawozdania dotyczące wyceny działki przeznaczonej pod budowę kompleksu hotelowego (działka NNH)

W sprawozdaniach z lat 2000 i 2002 dotyczących drugiej działki („NNH”) wymieniono takie same ograniczenia (np. stosowanie nieodpowiedniego deflatora, brak uzasadnienia dla niestosowania metod wyceny ustanowionych w prawie hiszpańskim itd.). Jak wspomniano powyżej, żadne z tych sprawozdań nie zostało podpisane lub opatrzone pieczęcią.

Niektóre dodatkowe komentarze są jednak prawidłowe. W sprawozdaniach z lat 2000 i 2002 ustanowiono ceny odniesienia dla pokoi hotelowych na podstawie średnich cen. Nie podano jednak źródła ani nie sprecyzowano, czy ceny te odnoszą się do prowincji Alicante (sprawozdanie z 2002 r.), czy też Comunidad Valenciana (sprawozdanie z 2000 r.).

Uzyskane średnie ceny wynoszą 44,95 EUR za noc w sprawozdaniu z 2000 r. i 47,65 EUR za noc w sprawozdaniu z 2002 r. Mimo że nie podano źródła potwierdzającego te wartości, nie są one niezgodne z poprzednimi danymi.

Natomiast w sprawozdaniu z 2009 r. przedstawiono listę sześciu hoteli w dobrych lokalizacjach, z których wszystkie są 4- lub 5-gwiazdkowe, w celu ustanowienia ceny odniesienia. Cenę tę ustalono na poziomie 104 EUR za noc. Nie można wyjaśnić, dlaczego metodyka ustalania cen odniesienia różni się od stosowanej w sprawozdaniach z lat 2000 i 2002.

Co ważniejsze, trudno jest zrozumieć, dlaczego dotyczy w szczególności hoteli 4- i 5-gwiazdkowych. Czy istnieje jakiegokolwiek wskazanie, że będzie miało miejsce zapotrzebowanie na 4-5-gwiazdkowe hotele poza granicami Alicante, położone w pobliżu drogi szybkiego ruchu i strefy przemysłowej?

Podobnie dość wymowne jest, że pominięto jedyny hotel w pobliżu kompleksu CDL. Mowa tu o hotelu IBIS, w którym ceny wynoszą od 49 EUR za noc w okresie letnim w 2010 r. (<http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml>, sprawdzono w dniu 24 lutego 2010 r.). Ponadto kolejnym dowodem jest fakt, że opłata za luksusowy apartament w pobliżu pola golfowego (i stosunkowo blisko CDL) wynosi 80 EUR za noc w sierpniu 2010 r. (szczyt sezonu, zob. http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/description.jsp, sprawdzono w dniu 24 lutego 2010 r.).

Sprawozdanie z 2009 r. dotyczące działki NNH zawiera również pewne zaskakujące uzasadnienia. Pozytywne zaskoczenie może budzić fakt, że metoda przeprowadzania wyceny jest zgodna z prawem (na s. 13 napisano: „Odniesienia metodyczne stanowią kryteria określone w rozporządzeniu ministra ECO 805/2003 w sprawie wyceny nieruchomości i w ustawie 6/1998 z dnia 13 kwietnia 1998 r. w sprawie wyceny gruntów, celem wyceny jest ustanowienie wartości w chwili obecnej”). Na s. 25 znajduje się jednak informacja, że ostatecznie sprawozdanie z wyceny *nie spełnia* wymogów określonych w rozporządzeniu ministra: „zgodnie z art. 61 ust. 1 lit. b) rozporządzenia ECO 805/2003 z marca 2003 r. w sprawie zasad wyceny nieruchomości, pragniemy podkreślić, że niniejsze sprawozdanie z wyceny nie jest formalnie zgodne z tym rozporządzeniem, ponieważ jego cel jest inny niż zakres stosowania rozporządzenia” (*por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma*).

Warto również zaznaczyć, że istnieje znacząca różnica między szacunkowymi cenami metra kwadratowego w odniesieniu do dwóch działek (NNH i NNT). Bez wątplenia różnicę tę można częściowo wyjaśnić planowanym zastosowaniem (biura a hotele), niemniej jednak rozbieżność jest wciąż uderzająca. W przypadku hoteli wartości wynoszą od 144,12 EUR/m² (2000 r.) do 188,35 EUR/m² w 2009 r. W przypadku powierzchni biurowej odpowiednie wartości wynoszą od 491,64 EUR/m² (2000 r.) do 800 EUR/m² w 2009 r. W jaki sposób można wyjaśnić znaczącą różnicę w zmianach cen (inflacja) tych dwóch działek położonych obok siebie? Jak można wytłumaczyć tę różnicę wynoszącą ponad 300 %?

Czy należy uznać, że wynika to z faktu, iż metodyka zastosowana w celu wycenienia działki przeznaczonej pod budowę hoteli jest bardziej zbliżona do norm ustanowionych przez prawo? Czy może należy to przypisać większej przejrzystości cen za noc w hotelu?

Twierdzi się również, że koszty zmienne stanowią 50 % dochodów (np. na s. 18–19 sprawozdania z 2009 r.). Z czego wynika prognoza tak dużych marż?

Koszty budowy szacuje się na podstawie modułu ceny referencyjnej. W przypadku sprawozdań z lat 2000 i 2002 wybrano właściwe dane. Jednak w sprawozdaniu z 2009 r. stosuje się dane z 2006 r. Dlaczego?

4.2. Premia z tytułu ryzyka

Zwracamy również uwagę, że w sprawozdaniach uznaje się inwestycję w kompleks hotelowy za bardziej ryzykowną niż inwestycję w powierzchnię biurową (np. na s. 12 i 26 sprawozdania z 2000 r.). Przez cały czas władze hiszpańskie konsekwentnie planowały budowę „kompleksu hotelowego”.

Podobnie w sprawozdaniu wskazuje się, że stopę dyskontową (*tipo de actualización*) oblicza się za pomocą następującego wzoru (s. 16 sprawozdania z 2000 r.):

$$i = \text{stopa wolna od ryzyka} + \text{ premia z tytułu ryzyka}$$

Na tej samej stronie w tabeli przedstawiono minimalne premie z tytułu ryzyka, które należy zastosować. Odpowiednie premie są wyższe od spodziewanej stopy zwrotu *ex ante* z inwestycji w Ciudad de la Luz.

Ponadto premia z tytułu ryzyka zastosowana w obliczeniach pojawiających się na s. 21 sprawozdania z 2000 r. (10 %) jest niższa niż premia pojawiająca się w odpowiedniej tabeli na s. 16 (11 %).

4.3. *Wiarygodne wyceny*

W celu uzyskania wiarygodnej wyceny gruntów należy przedstawić wyceny około 2000 różnych działek o podobnych cechach pod względem wielkości i lokalizacji (w pobliżu kompleksu przemysłowego Aguas Amargas) z przeznaczeniem „usługowym” i „hotelowym”.
