II

(Nelegislativní akty)

ROZHODNUTÍ

ROZHODNUTÍ KOMISE

ze dne 8. května 2012

o státní podpoře SA.22668 (C 8/08 (ex NN 4/08)) poskytnuté Španělskem společnosti Ciudad de la Luz SA

(oznámeno pod číslem C(2012) 3025)

(Pouze španělské znění je závazné)

(Text s významem pro EHP)

(2013/126/EU)

EVROPSKÁ KOMISE,

s ohledem na Smlouvu o fungování Evropské unie, a zejména na čl. 108 odst. 2 první pododstavec,

s ohledem na Dohodu o Evropském hospodářském prostoru, a zejména na čl. 62 odst. 1 písm. a),

poté, co byly zúčastněné strany vyzvány, aby předložily své připomínky v souladu s uvedenými ustanoveními [1], a s ohledem na tyto připomínky,

vzhledem k těmto důvodům:

I. **POSTUP**

(1) Dne 22. února 2007 přijala Komise stížnost ve věci státní podpory od stěžovatele A [2] týkající se údajné podpory poskytnuté autonomní oblastí Valencie pro komplex filmových studií Ciudad de la Luz. Dne 15. března 2007 stěžovatel A potvrdil, že jeho stížnost může být zaslána španělským orgánům.

(2) Dne 10. dubna 2007 zaslala Komise stížnost v plném znění španělským orgánům a požádala o informace k údajné podpoře. Žádné předchozí oznámení o podpůrném opatření pro kinematografii ve Valencii za účelem jeho schválení podle pravidel pro státní podporu Komise neobdržela.

(3) Španělské orgány požádaly dne 18. dubna 2007 o prodloužení lhůty (poskytnuté dne 24. dubna) a poté odpověděly na žádost Komise o poskytnutí informací dne 15. června 2007.

(4) Dne 30. dubna 2007 stěžovatel A poskytl odkazy na články uveřejněné v časopise *Variety*, v kterých se údajně vysvětlovala podpora, jež byla nabízena za natáčení filmů v autonomní oblasti Valencie, a potvrzovalo se, že Ciudad de la Luz se snažila přilákat filmové produkce s vysokým rozpočtem [3].

(5) Dne 13. července 2007 požádala Komise španělské orgány o doplňující informace. Ty si vyžádaly dne 18. července 2007 prodloužení lhůty, které jim bylo poskytnuto dne 19. července, a poté odpověděly Komisi na její žádost o informace dne 8. října 2007.

(6) Dne 15. července 2007 obdržela Komise stížnost od stěžovatele B [4]. Poté, co od něho dostala souhlas, zaslala Komise dne 2. srpna 2007 jeho stížnost španělským orgánům.

(7) Dopisem ze dne 13. února 2008 informovala Komise španělské orgány, že se rozhodla zahájit ve věci podpory řízení podle čl. 108 odst. 2 Smlouvy o fungování Evropské unie. Španělské orgány odpověděly dne 28. dubna 2008.

(8) Rozhodnutí Komise zahájit řízení bylo zveřejněno v *Úředním věstníku Evropské unie* [5]. Komise vyzvala zúčastněné třetí strany, aby k podpoře předložily svoje připomínky.

---

[1] Úř. věst. C 134, 31.5.2008, s. 21.

[2] Stěžovatel A je jedno velké evropské filmové studio, které si nepřálo zveřejnění své totožnosti.

[3] *New Valencia studio offers film rebates* (Nová studia ve Valencii nabízejí slevy pro natáčení filmů) (http://www.variety.com/article/VR1117958591.html?categoryid=19&cs=1; *Polanski's Pompeii takes shape* (Polanského Pompeje nabývají obrysů). http://www.variety.com/article/VR1117963040?refcatid=19&printerfriendly=true.

[4] Stěžovatel B je jedním z hlavních aktérů evropského filmového trhu, který také žádal, aby nebyla zveřejněna jeho totožnost).

[5] Viz poznámka pod čarou 1.

(9) Komise obdržela připomínky zúčastněných stran a zaslala je do Španělska dne 3. října 2008. Připomínky od španělské strany obdržela dne 21. listopadu a 29. prosince 2008.

(10) Na základě schůzky konané dne 11. února 2009 mezi Komisí a španělskými orgány poskytlo Španělsko dne 30. března 2009 doplňující informace.

(11) Dne 26. srpna 2009 zaslala Komise Španělsku novou žádost o informace, na kterou španělské orgány odpověděly dne 20. října 2009, a následně poskytly doplňující informace dne 1. února 2010.

(12) Dne 24. května 2011 odeslala Komise novou žádost o informace, ve které informovala Španělsko o stanovení nezávislého ekonomického poradce, společnosti Ecorys. Španělsko odpovědělo dne 7. června 2011. Komise odpověděla Španělsku dne 22. července 2011.

(13) Dne 1. srpna 2011 zaslala Komise španělským orgánům svoji poslední žádost o informace, včetně zprávy společnosti Ecorys. Španělsko předložilo své připomínky ke zprávě společnosti Ecorys dne 3. října 2011. Dne 11. dubna 2012 Španělsko poskytlo o veřejné investici pro Ciudad de la Luz SAU nové údaje.

II. **PODROBNÝ POPIS**

(14) Ciudad de la Luz se nachází v blízkosti Alicante (autonomní oblast Valencie) a je velkým komplexem filmových studií. Vláda autonomní oblasti Valencie přijala rozhodnutí investovat do projektu Ciudad de la Luz dne 24. října 2000.

(15) Ciudad de la Luz SA byla založena 2. listopadu 2000. Jejím cílem je vyvíjet aktivity za účelem propagace, organizace a správy komplexu ciudad de la Luz, včetně výstavby, správy a provozování audiovizuálních a kinematografických zařízení, jakož i dalších aktivit spojených se zábavou a ubytováním.

(16) Celkem 75 % počátečního základního kapitálu Ciudad de la Luz ve výši 600 000 EUR bylo vloženo společností Parque Temático de Alicante SAU, která se později přeměnila ve společnost Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (SPTCV). SPTCV je podnik ve veřejném vlastnictví, který realizuje investiční činnost valencijské autonomní vlády. Zbývajících 25 % bylo ve vlastnictví soukromé společnosti Producciones Aguamarga SL, která měla za úkol realizovat zbývající stavební zakázky, vést propagaci Ciudad de la Luz a řídit studia.

(17) V listopadu 2001 byl základní kapitál navýšen na 9 milionů EUR. SPTVC získala všechny nové akcie a její obchodní podíl se navýšil na 98,4 %. SPTVC znovu navýšila svůj podíl v únoru 2003 a v květnu 2004 prostřednictvím obdobných akvizicí nového základního kapitálu. V červenci 2004 prodala společnost Producciones Aguamarga svůj obchodní podíl ve výši 0,2 % v Ciudad de la Luz SA ([6]) společnosti SPTVC (za 139 059 EUR). Od toho okamžiku byla vláda autonomní oblasti Valencie prostřednictvím SPTVC vlastníkem 100 % základního kapitálu společnosti Ciudad de la Luz SAU. Od té chvíle je Ciudad de la Luz SAU podnikem ve veřejném vlastnictví, jehož stoprocentním vlastníkem je SPTVC a jenž podléhá veřejnému právu v oblasti uzavírání smluv a finančního dohledu. Nicméně společnost Producciones Aguamarga pokračovala nadále v řízení Ciudad de la Luz.

(18) Komplex filmových studií otevřel své brány pro natáčení v srpnu 2005. Stavební práce na tomto zařízení, jež má poskytovat služby největším filmovým produkcím, byly zahájeny v roce 2002 a realizovaly se ve třech fázích:

— fáze 1 (dokončena): šest filmových ateliérů s klimatizací o celkové ploše 11 000 m^2, pomocné budovy pro produkci, 15 050 m^2 dílen a skladů a dva pozemky pro natáčení v exteriérech (*back lots*) o celkové rozloze 14 hektarů,

— fáze 2 (dokončena po zahájení formálního vyšetřovacího řízení): restaurační zařízení, administrativní budova, laboratoř pro postprodukci a třetí zóna pro natáčení exteriérů o velikosti 5 hektarů s vodní nádrží pro filmové natáčení,

— fáze 2B (nezahájena): velká hluboká vodní nádrž s přírodním horizontem,

— fáze 3 (nezahájena): filmový ateliér o velikosti 5 000 m^2 (který má být největší na světě), další zóna pro natáčení exteriérů a čtyři televizní studia.

(19) Komplex zahrnuje také vysokou školu zaměřenou na audiovizuální tvorbu (film, TV, rozhlas, Internet). Škola poskytuje vzdělání na magisterské úrovni, které zahrnuje všechny stránky výroby (uměleckou, technický marketing, komunikace). V původních plánech z roku 2000 se počítalo s dalšími doplňkovými investicemi do obchodních center, hotelů a sportovního areálu v blízkosti komplexu, které by mohly přispívat ke kladným

([6]) Na základě převodu základního kapitálu dne 7. října 2004 se Ciudad de la Luz SA změnila na jednočlennou akciovou společnost Ciudad de la Luz SAU, jejíž základní kapitál je zcela ve vlastnictví SPTVC.

peněžním tokům komplexu, avšak k dnešnímu dni se nerealizovaly. V roce 2004 sice valencijská autonomní vláda poskytla potřebné pozemky a v roce 2005 proběhla výběrová řízení na provozování uvedených činností formou koncesí, přijaté nabídky však nebyly dostatečně atraktivní, a proto dodatečné investice nebyly uskutečněny.

(20) Díky určitým aspektům špičkového zařízení se filmový komplex Ciudad de la Luz dostal do privilegované pozice vůči omezenému počtu velkých filmových studií, která mu konkurují v oblasti kapacity pro filmy s velkým rozpočtem. V původních plánech Ciudad de la Luz se počítalo například s filmovým ateliérem o velikosti 5 000 m^2, který by byl největší na světě ([7]). Komise konstatuje, že velké filmové ateliéry jsou zajímavé pouze pro velké kinematografické produkce.

(21) Až donedávna bylo filmové studio řízeno společností Aguamarga Gestión de Estudios SL, která působila pro filmové studio jako manažer za úplatu na základě víceleté manažerské smlouvy uzavřené s akcionářem.

Veřejné investice realizované společností SPTCV a podnikatelské plány Ciudad de la Luz

(22) Před zahájením stavebních prací v letech 1999–2000 někteří nezávislí konzultanti analyzovali životaschopnost, dopad a strategické plány rozvoje Ciudad de la Luz ve čtyřech studiích, které byly poskytnuty španělskými orgány v rámci formálního vyšetřovacího řízení.

(23) Tyto studie prověřovaly perspektivy, pokud jde o růst počtu kinematografických produkcí ([8]), porovnávaly alternativní umístění pro výstavbu filmových studií v rámci valencijské autonomní oblasti ([9]) a předkládaly předběžnou analýzu ([10]) a podnikatelský plán ([11]) pro komplex filmových studií. Španělské orgány poskytly tyto studie až poté, co Komise přijala v souvislosti s tímto projektem rozhodnutí o zahájení formálního vyšetřovacího řízení ve věci státní podpory. Údaje, které jsou uvedeny v rozhodnutí o zahájení řízení ze dne 22. února 2008, vycházely ze studie (vypracované společností Consultia), která, jak španělské orgány ujistily Komisi, byla vypracována v roce 2002. Nicméně po přijetí rozhodnutí o zahájení řízení Španělsko informovalo Komisi, že tato studie byla vypracována v roce 2004.

(24) Závěry týkající se podnikatelského plánu z roku 2000 vypracované společností Arthur Andersen ([12]) byly pozitivní, včetně perspektiv rentability ve střednědobém a dlouhodobém horizontu. U projektu filmového studia byly doloženy kladné peněžní toky na období pěti let (2002–2006) po dokončení výstavby studií, konferenčního sálu a školy filmové a televizní techniky.

(25) Stavební náklady se v těchto etapách odhadovaly na 16,9 miliardy peset (101,7 milionu EUR). Nebyly zahrnuty náklady na pozemky a podnikatelský plán uváděl, že se náklady mohou měnit o +/–30 %. Náklady na další etapy až po dokončení projektu nebyly vyčísleny.

(26) Na základě uvedeného podnikatelského plánu v letech 2000 až 2004 společnost SPTCV uskutečnila nebo přislíbila investice do Ciudad de la Luz formou navýšení základního kapitálu a akvizice pozemků, které celkově činily 104 259 759 EUR. Viz podrobné informace o této věci v 53. bodě odůvodnění.

(27) Vzhledem k tomu, že stavební práce trvaly o dva roky déle, než se plánovalo, a že investiční kalendář byl změněn, aby mohlo dojít k významnému navýšení, pověřila Ciudad de la Luz/SPTCV v roce 2004 společnost Consultia ([13]), aby vypracovala novou studii a podnikatelský plán. Consultia ve své studii také dospěla k pozitivním závěrům, co se týče rentability projektu, protože podnikatelský plán pro období 2004–2014 počítal s kladnou návratností investice vložené společností SPTCV do roku 2014 i na delší období.

(28) V červenci 2004 získala společnost SPTCV za 139 059 EUR balík akcií Ciudad de la Luz SA, který byl ve vlastnictví společnosti Producciones Aguamarga SL. Na rozdíl od SPTCV společnost Producciones Aguamarga SL po své počáteční investici 150 000 EUR v listopadu 2000 neuskutečnila do Ciudad de la Luz SA žádnou další investici. Z toho důvodu se podíl Producciones Aguamarga SL v Ciudad de la Luz SA snížil a v okamžiku, kdy jej získala SPTVC, se rovnal 0,2 %. Po této akvizici přešla celá společnost do veřejného vlastnictví a její název se změnil na Ciudad de la Luz SAU.

([7]) Zdroj: článek *Let there be light* (A budiž světlo) uveřejněný v *Hollywood Reporter* dne 31. října 2006: http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371.

([8]) Příloha I z odpovědi Španělska ze dne 28. dubna 2008: Audiovizuální průmysl: Trvalý růst (Audiovizuální studie a průzkumy – leden 1999).

([9]) Příloha IV z odpovědi Španělska ze dne 28. dubna 2008: Studie alternativních umístění střediska audiovizuální produkce vysoké technologie v autonomní oblasti Valencie – Shrnutí (PriceWaterhouseCoopers – 30. ledna 2000).

([10]) Příloha II z odpovědi Španělska ze dne 28. dubna 2008: Audiovizuální město v autonomní oblasti Valencie – Úvodní analýza životaschopnosti projektu (Arthur Andersen – nedatováno).

([11]) Příloha III z odpovědi Španělska ze dne 28. dubna 2008: Podnikatelský plán a životaschopnost audiovizuálního města v autonomní oblasti Valencie (Arthur Andersen – nedatováno).

([12]) Viz poznámka pod čarou 10.

([13]) Příloha VI z odpovědi Španělska ze dne 28. dubna 2008: Strategické zájmy a podnikatelský plán 2004–2014 (Consultia IT – 7. května 2004).

(29) Na základě pozměněného kalendáře prací a podnikatelského plánu poskytla SPTCV jako jediný akcionář dva účastnické úvěry ve výši 95 milionů EUR v roce 2005 a 20 milionů EUR v roce 2007. V účetnictví Ciudad de la Luz SAU k 31. prosinci 2010 poskytnutém španělskými orgány v dubnu 2012 se vykazuje, že SPTVC investovala v letech 2008 až 2010 celkem 45 829 840 EUR ve formě cenných papírů přeměnitelných na akcie. V tomto účetnictví se také uvádí, že SPTVC měla v roce 2009 a 2010 pohledávky za nesplacené úroky z účastnických úvěrů za roky 2005 a 2009 v celkové výši 7 222 160 EUR. Účetnictví kromě toho k 31. prosinci 2010 vykazovalo kumulované nesplacené úroky ve výši 1 814 187 EUR za investici cenných papírů přeměnitelných na akcie. Z tohoto důvodu investice z veřejných prostředků ze strany SPTVC do Ciudad de la Luz, včetně úroků z poskytnutých úvěrů, činily ke konci roku 2010 celkem 274 125 946 EUR.

Obchodní strategie a podnikatelské výsledky Ciudad de la Luz

(30) V podnikatelském plánu z roku 2000 si Ciudad de la Luz kladla za cíl stát se druhým největším komplexem filmových studií v Evropě (po Pinewoodu) a přilákat španělské produkce (film, TV a reklama) a kromě toho si stanovila za cíl získat šestnáct zahraničních produkcí (EU a USA) za rok. Upravený podnikatelský plán z roku 2004 stanovil jako strategický cíl pro Ciudad de la Luz získat jako hlavní klienty velké filmové a televizní produkce.

(31) Podnikatelský plán z roku 2004 předpokládal, že hlavní mezinárodní konkurenti Ciudad de la Luz jsou velká studia ležící mimo USA, především taková, která mají obdobné parametry, a to konkrétně Pinewood-Shepperton (Spojené království), Cinecittà (Itálie), Barrandov (česká republika), Babelsberg (Německo), Cinécité Montreal & Lions Gate (Kanada) a Warner Roadshow & Fox (Austrálie).

(32) V počátečním podnikatelském plánu z roku 2000 se předpokládané sazby za služby studia (například pronájem zóny pro natáčení, dílna) přidržovaly rozpětí sazeb, které uplatňovala srovnatelná studia v Unii (jako Shepperton a Elstree ve Spojeném království a Babelsberg v Německu). Upravený podnikatelský plán z roku 2004 také předpokládá model strategických cen s odvoláním na sazby uplatňované věhlasnými mezinárodními studii: přibližně o 15–20 % levnější než studia předních zavedených společností (USA a Pinewood ve Spojeném království), ale o 50–100 % dražší než studia v EU (Barrandov v České republice a Babelsberg v Německu).

(33) V praxi se národních a mezinárodních cílů podnikatelské strategie Ciudad de la Luz nedosáhlo. Z 33 dlouhometrážních filmů natáčených v těchto studiích v letech 2005 až 2009 bylo 28 španělské produkce a pouze pět bylo realizováno v koprodukci s jinými státy EU (Řecko, Francie). Kromě těchto příležitostných úspěchů poskytnutých evropskými koprodukcemi, jako byly „Asterix a olympijské hry“ a nedávná koprodukce Španělska a USA, byly ve skutečnosti filmy natáčené v Ciudad de la Luz od jejího otevření v srpnu 2005 většinou národní produkce.

(34) Kromě perspektiv uvedených v podnikatelském plánu z roku 2004, kde se uvádí rok 2010 jako první účetní období, ve kterém bude mít Ciudad de la Luz kladné provozní výsledky, i když skromné, byl obchodní provoz k tomuto datu deficitní. Ciudad de la Luz vykazovala na konci roku 2010 akumulované ztráty ve výši 84 milionů EUR oproti akumulovaným ziskům ve výši 12 milionů EUR, které pro stejné datum předpokládal podnikatelský plán z roku 2004. Ve srovnání s výše zmíněnými studii nedokázala Ciudad de la Luz přilákat plánovaný počet nešpanělských produkcí a i pro španělskou poptávku jsou výsledky pod očekávanou úrovní. Provozní ztráty se také nacházejí nad plánovanou úrovní.

Důvody pro zahájení řízení

(35) Šetření Komise bylo zahájeno v roce 2007 na základě stížnosti podané stěžovatelem A a další stížnosti podané později stěžovatelem B, přičemž oba jsou významnými aktéry ve filmovém odvětví různých členských států. Stížnosti uváděly existenci nelegální státní podpory při veřejném financování Ciudad de la Luz a především poukazovaly na systém pobídek pro produkce určitých filmů, který společnost Ciudad de la Luz vytvořila.

(36) Jak bylo uvedeno výše, když Komise zahájila v únoru 2008 formální vyšetřovací řízení, jediný podklad o investičním rozhodnutí, který poskytly španělské orgány, byl podnikatelský plán vypracovaný společností Consultia, údajně realizovaný v roce 2002. Po předběžném vyhodnocení dospěla Komise k vážným pochybnostem, zda by soukromý investor v tržní ekonomice investoval za stejných podmínek a ve stejné míře jako valencijská autonomní vláda.

(37) Pokud jde o možnou slučitelnost podpory, neměla Komise k dispozici informace, aby si ověřila, zda byly v autonomní oblasti Valencie v daném období (2000–2004) splněny podmínky pokynů k regionální podpoře. Komise měla také pochybnosti o tom, zda bylo možné aplikovat kulturní výjimku obsaženou v čl. 107 odst. 3 písm. d) Smlouvy, protože Ciudad de la Luz nepodporovala ani kulturu, ani zachování kulturního

dědictví, mohla poskytovat služby pro všechny druhy audiovizuální činnosti včetně reklam a soutěžila s ostatními studii za účelem přilákání obchodních produkcí.

(38) Komise také poukázala na existenci možné státní podpory v systému pobídek pro natáčení v Ciudad de la Luz a jako příjemce označila různé filmové producenty. Jelikož pobídky určené produkci určitých dlouhometrážních filmů byly zaměřeny na podporu specifických aktivit v určité lokalitě a opíraly se o neznámá kritéria, zdá se, že nebyla splněna pravidla stanovená ve sdělení Komise o filmu.

III. VYJÁDŘENÍ ZÚČASTNĚNÝCH TŘETÍCH STRAN

(39) Komise obdržela připomínky celkem od deseti zúčastněných třetích stran. Čtyři z nich podnikají v oblasti provozování filmových studií v členských státech mimo Španělsko: stěžovatel A, stěžovatel B, Barrandov Studio a Mediterranean Film Studios Limited; pět z nich podniká ve španělském filmovém odvětví: Federación de asociaciones de productores audiovisuales españoles (FAPAE, Federace asociací španělských producentů audiovizuálních děl), Associació de directors de cinema valencians (Asociace valencijských filmových režisérů), Empreses audiovisuals valencianes federades (EAVf, Federace valencijských audiovizuálních společností), Productors audiovisuals valencians (Asociace valencijských audiovizuálních producentů) a Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana (SPTCV SAU, Společnost pro tematické projekty autonomní oblasti Valencie), a jednou třetí osobou je státní orgán pro financování a politiku v kinematografii – Britská filmová rada (UK Film Council).

Připomínky předložené činnými filmovými studii

(40) V dokumentu důvěrného charakteru ze dne 25. června 2008 vyjadřuje stěžovatel B svoje znepokojení ohledně podpory, díky které Ciudad de la Luz začala fungovat a funguje v současnosti. Uvádí, že opatření přijatá Komisí v souvislosti se zahájením řízení jsou zásadní pro jeho společnost a sektor.

(41) V dokumentu důvěrného charakteru ze dne 30. června 2008 vyjmenovává stěžovatel A svoje připomínky za účelem hloubkového přešetření čtyř otázek: a) nákladů na financování studií; b) přístupu k financování začínajícího podniku; c) konečné hodnoty převodu a d) ostatních pobídek poskytovaných společností Ciudad de la Luz. Dle jeho názoru „by se soukromý investor domníval, že dokonce i zavedené a rentabilní podnikání v oblasti filmových studií je přinejmenším středně riziková investice (…) To se zakládá na skutečnosti, že ačkoliv studio počítá s podporou ve formě aktiv (…), je pravděpodobné, že provozní pákový efekt bude vysoký, což ztěžuje odhad zisku. Také jiné faktory, jako je cyklický charakter odvětví filmové produkce, dodávají odhadům nejistotu“.

(42) Podle stěžovatele A by mohly být pro zavedený podnik s filmovými studii adekvátní vážené průměrné náklady na kapitál (WACC) okolo 15 %, i když „výnos očekávaný soukromými investory (stěžovatel A) je vyšší“. Soukromý investor by se domníval, že začínající podnik s filmovými studii představuje „investici se středním až vyšším rizikem, a proto by očekával podstatně větší výnos (i kdyby se počítalo s jistým zdržením v jeho návratnosti). Bereme-li na zřetel, že schopnost nových podniků získat úvěry od tradičních zdrojů je obvykle omezená (pokud existuje), WACC pro tento typ podniků se zvyšují, všeobecně jak z důvodu větší požadované návratnosti kapitálu, tak i z důvodu nedostatku levnějších úvěrů“.

(43) Pokud jde o konečnou hodnotu převodu Ciudad de la Luz uvedenou v rozhodnutí o zahájení řízení, stěžovatel A ji považuje za nereálnou. Rovněž namítá, že soukromý investor by obecně nepovažoval za obvyklé to, že se jako adekvátní substituční hodnota pro ocenění použije více než dvanácti- až patnáctinásobek příjmů před zaplacením úroků a daní.

(44) Konečně pokud jde o pobídky poskytnuté s cílem přilákat produkce, stěžovatel A namítl, že se zdá, jako by byly produkčním společnostem dotovány náklady na přivezení kvalifikovaného technického a podpůrného personálu, jenž údajně v autonomní oblasti Valencie chybí. Stěžovatel A se domnívá, že pobídky mají silný negativní dopad na hospodářskou soutěž, protože bez pobídek by bylo složitější, aby studia přilákala filmové produkce.

(45) Společnost Barrandov Studio ve svém prvním dopisu ze dne 25. června 2008 zdůraznila, že údajná podpora narušuje relevantní trh a škodí ostatním konkurentům, a vzhledem ke složitosti případu požádala o další lhůtu, aby mohla zformulovat nové připomínky, které Komise obdržela dne 15. září 2008. Barrandov Studio souhlasí s důvody, které uvedl stěžovatel A, a zdůrazňuje, že velikost a počet filmových ateliérů naznačuje, že Ciudad de la Luz chce přilákat natáčení severoamerických filmů s velkým rozpočtem, a nikoliv filmů španělských. Zohlední-li se nízký počet odborníků a filmové infrastruktury v Alicante ve srovnání s Madridem nebo Barcelonou, výběr umístění je nelogický. Z hlediska strategie by jakýkoliv podnik, který investuje do odvětví filmových studií, rozdělil svoje klienty v zásadě na domácí, kteří budou zdrojem stabilních příjmů, a na zákazníky zahraniční, kteří budou realizovat velké produkce. Ciudad de la

Luz přijala opačnou strategii, tj. poskytuje studiové služby za velmi nízké ceny, aniž by brala ohled na náklady na založení studií. Vzhledem k nejistotě, která je dána obtížností odhadnout v tomto odvětví příjmy na dobu delší než 3 až 5 let, by navíc soukromý investor vyžadoval, aby návratnost byla mnohem rychlejší. Názor Barrandova se opírá o podnikatelský plán důvěrného charakteru týkající se jeho nedávné investice do nových studií, která se uskutečnila na základě předpokladu, že společnost bude vytvářet čistý zisk od druhého roku provozu a že amortizační období bude kratší než 8 let. Taktéž se Barrandov nedomnívá, že by existovalo nějaké racionální vysvětlení výše zisků (341 milionů EUR), které předpokládají španělské orgány pro rok 2014.

(46) Společnost Mediterranean Film Studios Limited uvádí v dopisu z 27. června 2008 své připomínky ohledně zóny vodních nádrží, které Ciudad de la Luz propagovala. Podle Ciudad de la Luz jsou tyto vodní hladiny v Evropě výjimečné a jsou srovnatelné pouze s nádržemi ve studiích Fox v mexickém státě Baja California. Vzhledem k malému využití svých zařízení během roku společnost Mediterranean namítá, že podle jejího názoru a názoru převažujícího v odvětví již přinejmenším ve Středozemí, pokud ne v Evropě, dostatečná kapacita pro natáčení na vodních plochách existuje.

Vyjádření stran, které působí ve španělském filmovém odvětví

(47) Federace asociací španělských producentů audiovizuálních děl (FAPAE) se ve svém vyjádření ze dne 30. června 2008 domnívá, že Ciudad de la Luz vnesla na trh velkých produkčních zařízení více konkurence a že stěžovatelé neusilují o nic jiného, než o udržení své pozice na trhu a o zabránění vstupu konkurentům, kteří nabízejí důvěryhodné služby za rozumné alternativní ceny oproti studiím stěžovatelů, která ovládají evropský trh. FAPAE také tvrdí, že studia jako Barrandov, Cinecittà, Babelsberg nebo Mafilms upevnila svoji pozici na trhu a svoji pověst díky podpoře z veřejných prostředků přijaté v různých formách včetně účasti veřejného sektoru na základním kapitálu. Obecně vzato FAPAE zdůrazňuje, že udržení kulturní rozmanitosti je důvodem pro silné veřejné zasahování do odvětví. Ciudad de la Luz údajně přináší španělským producentům sofistikované služby poslední generace, které by jinak museli pořizovat v zahraničí za vyšší ceny. Aby FAPAE vyvrátila argument, že Ciudad de la Luz usiluje o přilákání velkých produkcí, tvrdí, že Ciudad de la Luz přináší velký užitek španělským nízkorozpočtovým produkcím a zaměřuje se na národní a lokální kulturu, přičemž tím přispívá k dosažení kulturních cílů stanovených v bývalém čl. 87 odst. 3 písm. d) (nyní čl. 107 odst. 3 písm. d)). Připomínky Federace valencijských audiovizuálních společností (EAVf) z 21. května 2008 a připomínky Asociace valencijských audiovizuálních producentů z 16. května 2008 se ve valné většině, někdy doslovně, shodují s vyjádřením FAPAE.

(48) Asociace valencijských filmových režisérů ve svém vyjádření ze dne 5. června 2008 zdůrazňuje, že nadvláda kinematografického průmyslu USA zatlačuje do pozadí evropské produkce prostřednictvím řady údajně protiprávních praktik. Podle jejího názoru je třeba přijmout nápravná opatření, aby evropská kulturní tvorba mohla soutěžit za rovných podmínek. Podle této asociace je veřejný zásah do Ciudad de la Luz v této věci zásadní, přináší užitek pro evropskou, španělskou a valencijskou produkci a má za cíl bránit kulturní identitu.

(49) Vyjádření společnosti Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (100% vlastník společnosti Ciudad de la Luz SAU, současně ve vlastnictví autonomní oblasti Valencie) ze dne 23. června 2008 odráží v zásadě stejné podpůrné argumenty a opírá se o důkazy uváděné španělskými orgány. Níže se rozebírají některé aspekty, kterým se v jejím vyjádření věnuje zvláštní pozornost. Zaprvé skutečnost, že v roce 2000 soukromý investor financoval částečně projekt v jeho počáteční fázi a opíral se přitom o dostupné studie, dokládá, že investice provedená veřejnými orgány odpovídala logice soukromého investora. Jak studie z roku 2000, tak i studie z roku 2004 se bez výhrad shodovaly v tom, že projekt je rentabilní. Za druhé pobídky nabízené určitým filmům jsou pro odvážný podnikatelský projekt z obchodního pohledu odůvodněné a poskytují se formou „sponzorských smluv" výměnou za propagační činnosti, které přinášejí návratnost v podobě zvýšení prestiže studií a současně znamenají reklamní náklady pro příjemce. Studie zaměřená na tento aspekt odhaduje, že ekonomická návratnost sponzorských smluv pro Ciudad de la Luz dosahuje […] (*) milionů EUR.

(*) Důvěrné údaje jsou v textu rozhodnutí uvedeny jako […].

Vyjádření vnitrostátních orgánů financujících filmové produkce

(50) Britská filmová rada ve svém dopisu ze dne 25. června 2008 prohlašuje, že je třeba odpovědět na otázky položené v rozhodnutí o zahájení formálního vyšetřovacího řízení.

IV. VYJÁDŘENÍ ŠPANĚLSKÝCH ORGÁNŮ

(51) Po zahájení formálního vyšetřovacího řízení španělské orgány vyjevily, že počáteční investiční rozhodnutí vycházelo z podnikatelského plánu vypracovaného v roce 2000, a nikoliv z toho, který poskytly předtím. Zmíněný podnikatelský plán byl součástí studie provedené v roce 2004, a ne v roce 2002, jak španělské orgány dříve uvedly Komisi.

(52) Než byla vypracována studie v roce 2004, investovalo se do projektu již více než 90 milionů EUR. Podle španělských orgánů byla tudíž přijata dvě investiční rozhodnutí: jedno v roce 2000 pro první fázi projektu a druhé v roce 2004 pro předpokládané navýšení kapitálu.

(53) Investiční kalendář v Ciudad de la Luz po poslední aktualizaci předložené španělskými orgány v dubnu 2012 byl následující:

Datum	Popis	Veřejná investice (v EUR)
24.10.2000	Autonomní oblast Valencie rozhodla o vzniku Ciudad de la Luz	—
2.11.2000	Založena Ciudad de la Luz SA (ze 75 % ve vlastnictví Parque Temático de Alicante SAU a z 25 % ve vlastnictví Producciones Aguamarga SL)	450 000 [75 % ze 600 000]
21.11.2001	Parque Temático de Alicante SAU investuje samostatně do navýšení kapitálu v Ciudad de la Luz částku 9 milionů EUR SA (a navyšuje svůj obchodní podíl na 98,4 %)	9 000 000
6.2.2003	Společnost Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU [1] investuje samostatně do navýšení kapitálu v Ciudad de la Luz SA 30 milionů EUR (a navyšuje svůj obchodní podíl na 99,6 %)	30 000 000
4.5.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU investuje samostatně do navýšení kapitálu v Ciudad de la Luz SA 54 870 660 EUR (a navyšuje svůj obchodní podíl na 99,8 %)	54 870 660
23.7.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU získává v Ciudad de la Luz SA za 139 059 EUR obchodní podíl ve výši 0,2 % od Producciones Aguamarga SL (smluvně za 150 000 EUR) (a navyšuje svůj obchodní podíl na 100 % v Ciudad de la Luz SA)	139 059
9.3.2005	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU postupuje společnosti Ciudad de la Luz SA pozemky, na kterých se postavila studia, a její kapitál se tak navýšil o 9 800 040 EUR (přesto, že pozemky byly v účetnictví firmy Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU naceněny na 1 030 856 EUR). Před tímto datem již projekt obdržel povolení od valencijské autonomní vlády pro výstavbu studií na tomto stavebním pozemku.	9 800 040
Léto 2005	Ciudad de la Luz SA zahajuje svoji činnost jako filmové studio.	—
28.4.2005	Účastnické úvěry ve výši 95 milionů EUR	95 000 000
26.12.2007	Účastnické úvěry ve výši 20 milionů EUR	20 000 000
30.6.2008	Úvěr přeměnitelný na akcie vydaný s opcí na konverzi na akcie před 31. prosincem 2008	10 000 000

Datum	Popis	Veřejná investice (v EUR)
2.1.2009	Úvěr přeměnitelný na akcie vydaný s opcí na konverzi na akcie před 30. červnem 2009.	10 000 000
17.3.2009	Úvěr přeměnitelný na akcie autorizovaný až do výše 30 milionů EUR s opcí na konverzi na akcie před 30. prosincem 2009.	25 829 840
31.12.2010	Nesplacené úroky z účastnických úvěrů v letech 2009 a 2010	7 222 160
31.12.2010	Nesplacené úroky z nepřeměněných úvěrů v letech 2009 a 2010	1 814 187
	Celkem	274 125 946

([1]) Dříve známá jako Sociedad Parque Temático de Alicante SAU.

(54) Ve svých odpovědích se španělské orgány v zásadě snažily prokázat, že investice nepředstavuje státní podporu, protože soukromý investor by byl býval investoval do projektu stejným způsobem a za stejných podmínek (při uplatnění principu soukromého investora v tržním hospodářství). Na podporu těchto argumentů poskytly orgány zprávy vypracované ekonomickou poradenskou společností LECG.

(55) I kdyby se Komise domnívala, že alespoň část investice představuje státní podporu, španělské orgány argumentují tím, že všechny filmy točené v Ciudad de la Luz splňují kulturní kritéria pro pobídky, jež pro výrobu filmů nabízí autonomní oblast Valencie a jež byly schváleny Komisí v dubnu 2008, v prosinci 2008 a v červenci 2009 ([14]). Podle názoru španělských orgánů je možné uplatnit kulturní výjimku obsaženou v čl. 107 odst. 3 písm. d) Smlouvy o fungování EU na podpory investic do filmové produkce v předcházející i navazující fázi.

(56) Španělské orgány také uvádějí, že veškerou podporu obsaženou ve veřejném financování Ciudad de la Luz a v pobídkách nabízených pro výrobu filmů je třeba posuzovat v kontextu rušivých účinků vnitrostátních režimů podpory filmové produkce, které Komise schválila v jiných členských státech a které lákají velké filmové produkce ke konkurentům Ciudad de la Luz ([15]).

(57) Španělské orgány také tvrdí, že v té době platné pokyny k vnitrostátní regionální podpoře (1998) by umožňovaly podporu pro investiční projekt do výše 36 %. Rovněž by byly splněny dodatečné podmínky zapracované později do víceodvětvového rámce z roku 2002 pro velké investiční projekty s tržním podílem nižším než 25 % a s navýšením kapacity na trhu o 5 %.

(58) Španělské orgány poskytly druhou zprávu od LECG Inc, která kritizovala analýzu podnikatelského plánu z roku 2004 provedenou útvary Komise. Společnost LECG Inc tuto analýzu zpochybňovala a předkládala alternativní hodnoty pro údaje a rizikové faktory. Nabídla také zpětné ocenění pozemků, na kterých byl komplex Ciudad de la Luz postaven.

(59) Druhá ekonomická analýza provedená útvary Komise prověřovala podnikatelský plán z roku 2000 a zpětné ocenění pozemků poskytnutých Španělskem. Kromě toho jedna nezávislá poradenská společnost provedla na žádost Komise ekonomické vyhodnocení principu soukromého investora v tržní ekonomice. Tato nezávislá zpráva byla zaslána španělským orgánům dne 30. září 2011.

(60) Tak jak se španělské orgány vyjádřily již dříve ve svém dopise k rozhodnutí o zahájení řízení, i nyní zopakovaly svůj názor, že perspektivy návratnosti Ciudad de la Luz se musí srovnávat s perspektivami jejích hlavních konkurentů z EU v odvětví filmových studií (například Babelsberg, Pinewood), a nikoliv, jak činí Ecorys ([16]), s perspektivami diverzifikovaných audiovizuálních konglomerací Spojených států (Time Warner, Disney) ([17]). Španělské orgány tvrdí, že toto srovnávací hodnocení se mělo zakládat na veřejně přístupných informacích (například

([14]) Rozhodnutí o státních podporách č. N 379/07 (2.4.2008), č. N 309/08 (15.12.2008) a č. N 108/09 (30.7.2009).

([15]) Státní podpora může dosáhnout 24 % nákladů produkce ve Spojeném království a 20 % v Německu. Komise se snaží ve své revizi sdělení o filmu zastavit závody v podporách mezi vnitrostátními režimy pro podporu filmové produkce, které se tak snaží přilákat investice velkých zahraničních filmových produkcí.

([16]) Ekonomická poradenská společnost Ecorys vypracovala nezávislou studii o tomto případu. Viz podrobně v části V.

([17]) Nicméně Ecorys zahrnula do srovnání také evropská studia Babelsberg společně s ostatními společnostmi z celého světa.

Bloomberg) existujících ve chvíli, kdy bylo přijato rozhodnutí o investici (tj. 2000 a 2004, nikoliv 2008). A nakonec také namítly, že závěry studie, kterou vypracovala společnost Ecorys, znehodnocuje řada nedorozumění a technických nedostatků ([18]). Španělské orgány uvedly, že jestliže se tyto nedostatky napraví a provede se adekvátní srovnávací hodnocení s konkurenty, perspektiva návratnosti investičního rozhodnutí založená na tehdy dostupných údajích bude z hlediska testu soukromého investora v tržním hospodářství vyhovující.

V. **HODNOCENÍ PODPORY**

(61) V souladu s čl. 107 odst. 1 Smlouvy o fungování EU „podpory poskytované v jakékoli formě státem nebo ze státních prostředků, které narušují nebo mohou narušit hospodářskou soutěž tím, že zvýhodňují určité podniky nebo určitá odvětví výroby, jsou, pokud ovlivňují obchod mezi členskými státy, neslučitelné s vnitřním trhem“. Z toho vyplývá, že aby se určité opatření mohlo považovat za státní podporu, musí být splněny následující kumulativní podmínky: 1) opatření musí být poskytnuto ze státních prostředků; 2) musí propůjčovat podnikům hospodářskou výhodu; 3) výhoda musí být selektivní a narušovat nebo hrozit narušením hospodářské soutěže; 4) opatření musí ovlivňovat obchod v rámci Unie.

Hospodářská výhoda

(62) Jak bylo uvedeno výše, španělské orgány namítly, že opatření nepředstavuje státní podporu, protože splňuje princip soukromého investora v tržním hospodářství. Tento test analyzuje, zda by soukromý investor investoval do projektu stejným způsobem a za stejných podmínek jako veřejný investor ve chvíli, kdy bylo přijato rozhodnutí uskutečnit veřejnou investici. V této věci je důležité, že na začátku projektu ([19]) stál soukromý investor a že španělské orgány nechaly vypracovat několik studií, které došly k závěru, že projekt vygeneruje kladné peněžní toky (viz 22. bod odůvodnění).

(63) Jak bylo uvedeno v 17. bodě odůvodnění, v případě Ciudad de la Luz měl na začátku v projektu 25% podíl (150 000 EUR z počátečního základního kapitálu 600 000 EUR) soukromý investor (společnost pro správu). Nicméně tento soukromý investor odešel dříve, než investoval dodatečné prostředky (byl pohlcen SPTcv v roce 2004). Žádný další soukromý investor později do projektu neinvestoval.

(64) Skutečnost, že jediný ochotný soukromý investor se v okamžiku, kdy měla být provedena hlavní část investice, finančně angažoval pouze nepříliš významnou částkou, je možné považovat za důkaz *prima facie* dokládající, že soukromý investor by projekt těchto parametrů za daných podmínek a v dané chvíli neuskutečnil. Kromě toho byla situace tohoto soukromého investora velmi konkrétní (a tudíž to nebyla situace soukromého investora ve smyslu judikatury), protože nesl také zodpovědnost za zahájení projektu, dohled nad stavebními pracemi a správou a propagací studií výměnou za správcovské honoráře. To samostatně vzato znamená, že jeho počáteční investice mohla být motivována zcela odlišnými důvody než pouhou návratností.

(65) Jelikož neexistoval soukromý investor, regionální orgán opřel svoje investiční rozhodnutí o výsledky studií poradenských společností. Nicméně pouhá existence těchto studií nestačí k tomu, aby se obstálo v testu soukromého investora v tržním hospodářství. Před uskutečněním tak velkých investic do Ciudad de la Luz by bylo bývalo logické, aby soukromý investor svědomitě analyzoval podnikatelský plán a předpoklady, na kterých se studie zakládaly. Jakýkoliv soukromý investor by musel dojít ke svým vlastním závěrům ohledně toho, zda jsou specifické předpoklady použité k odůvodnění podnikatelského plánu v tomto konkrétním případě adekvátní. Také se očekává, že soukromý investor porovná předpokládanou návratnost projektu Ciudad de la Luz s rentabilitou jiných alternativních projektů. Tato analýza nebyla v danou chvíli provedena. Na základě kladných peněžních toků uvedených ve studiích by kromě toho ani takové srovnání nebylo možné provést.

(66) Když se zkoumá státní podpora, judikatura vyžaduje, aby Komise provedla svoje vlastní hodnocení skutečností ([20]). Proto je třeba vyhodnotit platnost zpráv vypracovaných ve chvíli operace.

(67) S ohledem na zprávy poskytnuté španělskými orgány od rozhodnutí o zahájení řízení se konstatuje, že byla v souvislosti s projektem přijata dvě investiční rozhodnutí. První bylo přijato v roce 2000 na základě podnikatelského plánu vypracovaného tentýž rok společností Arthur Andersen (zahrnovalo investice v období 2002–2006). V roce 2004 byla s cílem znovu posoudit,

([18]) *Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz* (Studie aplikování principu soukromého investora v tržním hospodářství ve veřejné investici v Ciudad de la Luz), závěrečná zpráva (Ecorys – 19. července 2011).

([19]) Například u Citynet Amsterdam se Komise domnívala, že byl splněn princip soukromého investora, protože veřejný investor investoval do projektu za podmínek srovnatelných s podmínkami soukromého investora. Rozhodnutí C 53/2006 ze dne 11. prosince 2007.

([20]) Ve věci Valmont se Soud prvního stupně domníval, že aby Komise stanovila, zda je prodej pozemku spojen s poskytnutím státní podpory, neměla se opírat pouze o ocenění nezávislého znalce. Soud prvního stupně se vyjádřil v tom smyslu, že Komise měla ověřit také jeho tržní hodnotu, tak jak postupoval a učinil on samotný (Věc T-274/01). V případech Hamsa (věc C-316/02) a Lenzing (věc C-525/04) Soudní dvůr uznal, že Komise disponuje jistým prostorem ve věci ekonomických otázek, ale že „soudci Společenství přísluší ověřit věcnou správnost dovolávaných důkazních materiálů, jejich věrohodnost a soudržnost …“.

zda je vhodné uskutečnit další investice do projektu, zadána další studie, a to společnosti Consultia (studie analyzovala skutečné investice za období 2002–2004 a investice plánované na období 2004–2014). Z toho důvodu se musí hodnotit princip soukromého investora v tržním hospodářství u obou investičních rozhodnutí.

(68) Komise hodnotila, zda by hypotetický soukromý investor investoval do projektu, jehož cílem bylo založit Ciudad de la Luz. Podle principu soukromého investora je uskutečněná investice považována za státní podporu, jestliže kompenzace, kterou stát očekává, je nižší než ta, kterou by si za okolností tohoto specifického projektu nárokoval soukromý investor.

(69) Pokud chtějí investoři financovat určitý projekt, musejí investovat určitý kapitál. Tento kapitál s sebou nese náklady: náklady na kapitál. Obecně existují dva nejobvyklejší kapitálové zdroje: základní kapitál a finanční úvěry. Celkové náklady na kapitál odpovídají váženému průměru nákladů na kapitál (WACC), který bere v úvahu poměr základního kapitálu a finančních úvěrů. Náklady na finanční úvěry a náklady na základní kapitál představují předpokládané náklady, a nikoliv náklady skutečné. V případě Ciudad de la Luz podnikatelský plán předpokládal, že projekt bude zcela financován ze základního kapitálu, takže celkové náklady na kapitál jsou základním kapitálem.

(70) Investor soukromého kapitálu by byl ochoten investovat do Ciudad de la Luz, pokud by očekávaná interní míra návratnosti ([21]) byla vyšší nebo se rovnala implicitním nákladům (náklady obětované příležitosti) na základní kapitál ([22]) (tj. návratnost, které by se mohlo dosáhnout v podobném projektu).

(71) Pro výpočet nákladů na základní kapitál hodnotila Komise model oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Náklady na základní kapitál odrážejí implicitní náklady investice pro akcionáře firem nebo projektů se stejnými (nebo podobnými) podnikatelskými a finančními riziky, jako jsou ta, která jsou zkoumána v našem případě. Podle CAPM se náklady na základní kapitál K_e musejí vypočítávat podle následujícího vzorce:

$$K_e = R_f + ß(R_m - R_f)$$

kde R_f je bezriziková sazba, $(R_m - R_f)$ je tržní riziková prémie a ß, „beta“, je míra systematického rizika (nediverzifikovatelného) přiřazeného k akciím Ciudad de la Luz, která odráží jak podnikatelské, tak i finanční riziko.

(72) Pokud jde o bezrizikovou sazbu R_f, tržní praxe ([23]) doporučuje, aby se vzala sazba státních dlouhodobých obligací (obvykle na 10 let) země, o kterou se jedná (protože jsou považovány za investice s menším rizikem). Ve Španělsku činila v roce 2004 ([24]) průměrná roční návratnost státních obligací na 10 let 4,1 %. Co se týče tržní rizikové prémie, je třeba vzít v úvahu historickou tržní rizikovou prémii v průběhu přiměřeně dlouhého období. Je obvyklé vzít v úvahu rozdíl mezi historickou návratností diverzifikovaného burzovního ukazatele dané země a bezrizikovou sazbou. Podle Fernándeze (2004) ([25]) se historická tržní riziková prémie španělských státních obligací (během období 1991–2003) pohybovala mezi 6,8 % a 9,3 %. Komise zaujala při výpočtu tržní rizikové prémie konzervativní postoj a vycházela ze spodní úrovně tohoto rozpětí 6,8 %. V jedné pozdější, novější studii stejný autor ([26]) podpořil platnost této hodnoty, když vymezil požadovanou rizikovou prémii pro období 2000–2004 rozpětím mezi 6–7 %.

(73) Pro výpočet koeficientu „beta“ vyšla Komise z veřejně dostupných informací týkajících se firem, které byly španělskými orgány považovány za přímé konkurenty Ciudad de la Luz, konkrétně Carrère Group ([27]) a Babelsberg. Tato čísla byla poskytnuta finančními analytiky,

([21]) Podle definice odpovídá interní míra návratnosti diskontní sazbě, která způsobuje, že čistá současná hodnota investice se rovná nule.

([22]) Brealey a Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance* (Principy podnikových financí), šesté vydání (kapitola 5, s. 100).

([23]) Viz například Brealey a Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance* (Principy podnikových financí), šesté vydání (kapitola 8).

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

([25]) Pablo Fernández 2004, „Market risk premium: required, historical and expected“ (Tržní riziková prémie: vyžadovaná, historická a očekávaná), výzkumný materiál vypracovaný pro IESE Business School.

([26]) Pablo Fernández (2009): „The equity premium in 150 textbooks“ (Riziková prémie ve 150 manuálech), výzkumný materiál vypracovaný pro IESE Business School.

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

kteří uskutečnili hloubkovou analýzu obou firem. Průměr obou koeficientů beta upravený tak, aby odpovídal finančnímu rizikovému profilu Ciudad de la Luz, je přibližná hodnota 1,5. Toto je velmi konzervativní odhad, protože investice do Ciudad de la Luz s sebou nese s největší pravděpodobností vyšší idiosynkratické riziko, než jak tomu je u dvou zmiňovaných, už zavedených filmových studií. Ciudad de la Luz je novou investicí v regionu, ve kterém nesídlí filmové producentské společnosti ani španělské, ani mezinárodní. Jinými slovy, hodnota beta Ciudad de la Luz je pravděpodobně vyšší, než u jejích konkurentů.

(74) Po uplatnění předchozího vzorce (viz 71. bod odůvodnění) došla Komise k závěru, že předpokládané náklady na základní kapitál měly být přibližně 14,9 %.

(75) Jak je uvedeno v příloze 1, španělské orgány navrhují pro účely srovnání aplikovat model CAPM, který by ukázal, že investor „by vyžadoval" rizikovou prémii – a ne návratnost – 3,75 % v roce 2000 a 2,07 % v roce 2004. Tento výpočet se zakládá na koeficientu beta ß = 0,395. Koeficient beta rovnající se hodnotě 1 by představoval portfolio všech akcií, tj. „průměr" akcie. Koeficient beta, jehož hodnota by byla výrazně nižší než 1, by proto znamenal investici se zvlášť nízkým rizikem. Španělské orgány neodůvodnily své tvrzení, ani ho neopřely o žádný solidní a ověřitelný údaj.

(76) Jak bylo uvedeno výše (viz 70. bod odůvodnění), soukromý investor by investoval do projektu pouze tehdy, pokud by měl interní míru návratnosti vyšší než implicitní náklady na kapitál. Komise konstatuje, že v podnikatelském plánu z roku 2000 se podrobně hodnotily pouze počáteční fáze projektu. Analýza Komise (viz příloha 2), jež vycházela z podnikatelského plánu z roku 2000 a z nominální hodnoty peněžních toků, které jsou v něm uvedeny, vykázala negativní čistou současnou hodnotu. V takovém případě by soukromý investor do projektu neinvestoval.

(77) Při hodnocení interní míry návratnosti se Komise opět drží velmi konzervativního postoje, aniž by zpochybňovala premisy a předpoklady podnikatelského plánu a především peněžní toky vypočítané pro projekt. Nicméně je na místě uvést, že peněžní toky uváděné v podnikatelském plánu z roku 2004 se zdají být nepatřičně optimistické, zvláště když se vezmou v úvahu ztráty, které firma utrpěla v období 2002–2004 ([28]). Z informací, které má Komise k dispozici, lze konstatovat, že peněžní toky předpokládané v podnikatelském plánu z roku 2004 představovaly maximální očekávání ([29]). Peněžní toky určují očekávanou návratnost. Ani očekávanou návratnost v Ciudad de la Luz Komise nezpochybňuje. Odhaduje nicméně výši nákladů na kapitál, což by měl udělat každý soukromý racionálně uvažující investor.

(78) Podle podnikatelského plánu z roku 2004 navrženého společností Ciudad de la Luz je interní míra návratnosti tohoto projektu 5,74 % (viz příloha 1). Jestliže implicitní náklady na kapitál jsou minimálně 14 % (vypočteno podle výše uvedeného vzorce, viz 73. bod odůvodnění), pak by soukromý investor tuto investici do Ciudad de la Luz nerealizoval, protože její interní míra návratnosti je nižší než implicitní náklady na kapitál.

(79) Dále pak Komise vypočetla čistou současnou hodnotu (NPV) investice do Ciudad de la Luz s cílem vyčíslit, jakou hodnotu by měl projekt pro soukromého investora. Cílem každého investičního rozhodnutí je najít reálná aktiva s hodnotou vyšší než vlastní náklady na ně; jinak řečeno, investice, které by měly očekávanou návratnost vyšší než implicitní náklady na kapitál. Pokud tomu tak není, jako například v případě Ciudad de la Luz, hodnota projektu je negativní, a v důsledku toho není investice pro racionálně uvažujícího soukromého investora životaschopná. NPV jakéhokoliv projektu vyčíslí hodnotu investice ve chvíli, kdy se přijímá rozhodnutí, a vypočte se tak, že se odečtou peněžní toky předpokládané v podnikatelském plánu pomocí diskontního faktoru, což jsou náklady na kapitál. Intuitivně lze říci, že čím větší jsou náklady na kapitál, tím menší bude NPV.

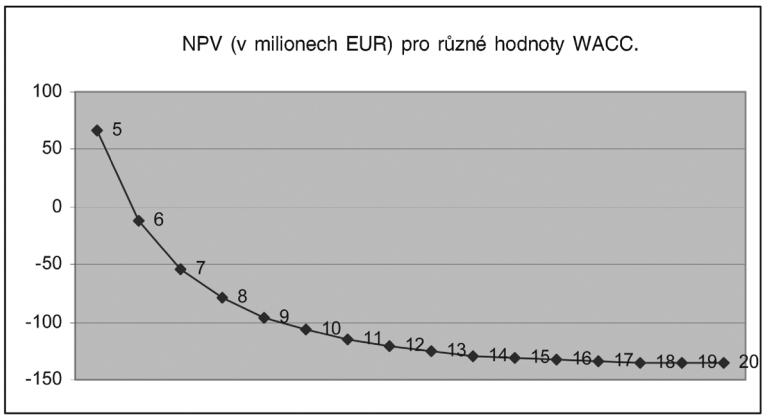
(80) Pokud se pro Ciudad de la Luz počítá s implicitními náklady na kapitál ve výši 14 % a s peněžními toky uvedenými v podnikatelském plánu z roku 2004, který vypracovala Consultia (jejich nominální hodnota byla

([28]) Zdroj: Zpráva společnosti ORBIS.

([29]) Nezávislá zpráva Ecorys jde dál, zkoumá také premisy podnikatelského plánu a některé z nich kritizuje. Upozorňuje například na to, že „výběr geografického umístění se nejeví jako strategický, protože není možné určit synergie s blízkým filmovým průmyslem. Ve Španělsku existují jiné geograficky obdobné oblasti, které jsou ale blíž k existujícímu filmovému průmyslu." (s. 30). Dále: V této věci stojí za upozornění, že především v prvních letech provozování studia a školy nebudou k dispozici místní lidské zdroje s potřebným vzděláním. Rozvážný soukromý investor by proto pro postavení filmových studií pravděpodobně upřednostnil jinou lokalitu (s. 31). Pokud jde o investici v roce 2004, uvádí se: „Je sporné, zda by si soukromý investor zvolil výstavbu filmového studia a začal od nuly v oblasti, kde by chyběly vhodné lidské zdroje pro první léta fungování studia a školy" (s. 39).

převzata Komisí, jak je vysvětleno v 76. bodě odůvodnění), činí NPV investice přibližně −130 milionů EUR (viz příloha). V důsledku toho není tato investice pro soukromého investora zajímavá.

(81) Komise také ověřila věrohodnost, která ukazuje, že výsledek se opírá o solidní údaje. Nad přiměřenou prahovou hodnotou je výsledek málo citlivý na hodnotu implicitních nákladů na kapitál, kterou vypočítala Komise. Jinak řečeno, výsledek není dotčen významnými změnami v parametrech kalibrovaných Komisí při výpočtu nákladů na kapitál. Níže uvedený graf zachycuje přibližné hodnoty NPV ve vztahu k různým hodnotám nákladů na kapitál (WACC) mezi 5 a 20 %. Graf ukazuje, že NPV se stává negativní v případě, kdy WACC je mezi 5 a 6 %. To znamená, že pokud náklady na kapitál jsou vyšší než 6 %, soukromý investor by takový projekt nerealizoval. Kromě toho u hodnot WACC vyšších než 10 % není hodnota NPV téměř dotčena. Komise odhadla WACC okolo 14 %, tj. v rozpětí, ze kterého se může s vysokou věrohodností dovodit, že projekt není rentabilní.



(82) Na hodnocení Komise odpověděly španělské orgány na základě zprávy poradenské společnosti ([30]) tak, že analýza Komise je chybná. Za prvé, i když bylo akceptováno, že analýza CAPM jako taková je adekvátní, zpráva poradenské společnosti zpochybňovala hodnoty používané Komisí v různých parametrech. Především měly být použity nižší hodnoty pro tržní rizikovou prémii a pro koeficienty beta. Za druhé, Komise neměla použít pro stanovení referenční hodnoty pouze podnikatelský plán společnosti Consultia IT, ale také podnikatelský plán z roku 2000 společnosti Arthur Andersen. Za třetí, Komise nepoužila vhodné finanční ukazatele pro ohodnocení očekávané rentability v Ciudad de la Luz. A konečně Komise nebrala zřetel na předvídatelné příjmy z hotelů a kancelářských prostor.

(83) Komise tyto argumenty vyvrátila. Pokud jde o tržní rizikovou prémii, v příloze II jsou podrobněji vysvětleny důvody, pro které hodnoty obsažené v rozmezí navrženém Španělskem nelze považovat za adekvátní. Především lze konstatovat, že hodnoty navržené pro prémii jsou odhady pro rok 2009 a neodpovídají hodnotám platným v roce 2000 a 2004. Je jasné, že pro odhad CAPM musí být použity hodnoty odpovídající datu, kdy bylo přijato obchodní rozhodnutí. I sám autor citovaný španělskými orgány poskytuje odhady pro dané relevantní období, které se shodují s odhady Komise. V příloze II se také vysvětluje, proč je chybný požadavek španělských orgánů používat nižší koeficienty „beta". Komise používá hodnoty pocházející z veřejně známých studií, které vypočítávaly koeficienty beta pro konkurenční společnosti podobné komplexu Ciudad de la Luz. Finanční odborníci odmítají používat historické hodnoty beta, jak navrhují španělské orgány.

(84) Na základě výzvy španělských orgánů, aby byl použit podnikatelský plán z roku 2000, se v příloze II předkládá výpočet vycházející z tohoto plánu. Jak je patrné, z důvodu vyšší rizikové prémie a vyšší bezrizikové sazbě by při tomto předpokladu byla hodnota WACC ještě vyšší než v roce 2004. I tento výpočet vede k negativní NPV. A konečně, pokud jde o možné příjmy, které by plynuly z hotelových a kancelářských projektů, tvrzení španělských orgánů se opírala o nové důkazní materiály, konkrétně o šest později vypracovaných oceňovacích posudků. Uvedené materiály nebyly součástí informací, ke kterým by měl soukromý investor v rozhodujícím okamžiku přístup. I když zpráva společnosti Arthur Andersen zmiňuje možnost výstavby hotelového komplexu, zpráva neobsahuje žádnou informaci ohledně jeho možné rentability a nebyl vypracován žádný podnikatelský plán, který by zvažoval developerskou činnost. V příloze II se nicméně podrobně posuzují později vypracované posudky týkající se developerské činnosti. Ty vykazují závažné problémy. Za referenční ceny pro kancelářské prostory Ciudad de la Luz jsou například vzaty ceny nejprestižnějších obchodních tříd v centru Alicante. Vzhledem k tomu, že komplex Ciudad de la Luz leží mimo Alicante a blízko průmyslového areálu, jsou tyto referenční ceny značně přehnané.

([30]) Odkaz na druhou zprávu firmy LECG.

Navíc se aplikují referenční ceny pro čtyř- a pěti hvězdičkové hotely. Nic nenasvědčuje tomu, že by mimo Alicante existovala dostatečná poptávka po hotelích této kategorie a kromě toho umístěných v blízko dálnice a průmyslového areálu.

(85) Kromě svého vlastního interního posouzení si Komise vyžádala také nezávislou studii, která by odpověděla na otázku, zda by soukromý investor provedl investici uvedených parametrů do Ciudad de la Luz za stejných podmínek ([31]). Zpráva společnosti Ecorys analyzuje několik hypotéz, které odhadují, že náklady na kapitál se pohybují mezi 12,5 % a 21,4 % pro investice v roce 2000 a mezi 10,9 % a 15,9 % pro dodatečnou investici v roce 2004. Výsledek studie Komise se tak nachází v rámci rozpětí vypočítaného společností Ecorys. Interní míra návratnosti vypočítaná na základě podnikatelského plánu se naopak nachází hluboko pod minimálními náklady na kapitál odhadnutými společností Ecorys.

(86) Společnost Ecorys proto dospěla k celkovému závěru, že je podle všeho nepravděpodobné, že by investice realizované v letech 2000 a 2004 odpovídaly chování obezřetného soukromého investora v tržní ekonomice. Co se týče plánu investic z roku 2000, Ecorys odhaduje, že v rekonstruovaném podnikatelském scénáři vychází negativní NPV ve výši 9,3 miliardy peset. Investování na burzovním trhu by rozvážnému soukromému investorovi přineslo mnohem zajímavější výsledek. Pokud jde o investici v roce 2004, společnost Ecorys došla k závěru, že „nejpravděpodobnější je, že rozvážný tržní investor by se rozhodl nedokončit celý projekt CDL a rozhodoval by se mezi tím, zda provozovat šest ateliérů, do kterých již bylo investováno, nebo opustit projekt a přijmout ztráty“. ([32]) A konečně se Ecorys domnívá, že soukromý věřitel by projektu neposkytl účastnický ani jakýkoliv jiný úvěr, protože peněžní toky projektu nedostačovaly k tomu, aby bylo možné hradit poplatky spojené s úvěrem.

(87) Z toho plyne závěr, že jak investice realizované v Ciudad de la Luz mezi lety 2000 a 2004, tak i ty, které byly realizovány později, neodpovídají principu investora v tržním hospodářství, a představují tak výhodu pro společnost Ciudad de la Luz SAU. Vzhledem k tomu, že investice neobstojí ve zkoušce investora v tržním hospodářství, lze konstatovat, že podobný investor by v roce 2000 neinvestoval a neudělal by to ani později na základě podnikatelského plánu z roku 2004.

(88) S ohledem na výše uvedené se Komise domnívá, že za ekonomickou výhodu lze považovat celkovou hodnotu investice. Úvěry poskytnuté Ciudad de la Luz ze strany SPTCV byly úvěry podřízenými, což znamená, že byly vedeny ve výsledovce podobně jako vlastní kapitál. Jak již Komise uvedla v rozhodnutí o zahájení řízení, vypočítaný úrok z úvěrů měl část fixní a variabilní. Úroková sazba ve fixní části byla velmi nízká, a v podmínkách tržního hospodářství by tak byla pro soukromého věřitele nepřijatelná. Tato fixní část úvěru za nápadně nízký úrok mohla být v zásadě kompenzována perspektivou adekvátní odměny z účastnického úvěru díky variabilní části vázané na rentabilitu projektu, ale tomu tak u projektu zde zkoumaného nemohlo být (viz předchozí motivace týkající se principu soukromého investora v tržním hospodářství). V odhadu zisků a výkazech, které poskytly španělské orgány Komisi pro období 2002–2014, kromě toho nebyly zohledněny žádné finanční náklady. A konečně se teoreticky počítalo s tím, že úroky budou vráceny v dubnu 2015, tj. po dokončení (a možná prodání) projektu, jež se předpokládá v roce 2014; s tím by soukromý věřitel nemohl souhlasit. V odpovědi z 20. dubna 2009 na rozhodnutí o zahájení řízení se španělské orgány vyjádřily, že úvěry by měly být považovány z ekonomického pohledu za kapitálové injekce, protože věřitel a akcionář jsou jedna a tatáž společnost (to jest SPTCV). Vzhledem k tomu, že žádný z úvěrů vyplacených v roce 2005, 2007, 2008 a 2009 nebyl splacen (ani částečně), a vzhledem k tomu, že příjemce za ně nezaplatil úroky, tyto úvěry je *de facto* třeba považovat za kapitálovou investici. Podle informace poskytnuté španělskými orgány v dubnu 2012 se na konci roku 2010 ([33]) jednalo o částku v celkové výši 265 089 599 EUR.

Selektivita

(89) Podpora je také selektivní, protože zisky z ní vyplývající propůjčují výhodu pouze firmám, které podnikají v daném sektoru, a ve skutečnosti navíc pouze některým z nich.

Státní prostředky

(90) Komise poukazuje na to, že valencijská autonomní vláda financovala investici prostřednictvím společnosti SPTCV, která je v jejím stoprocentním vlastnictví, a že studie, které vedly k veřejné investici do Ciudad de la Luz,

([31]) Ecorys, *Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz* (Studie aplikování principu soukromého investora v tržním hospodářství ve veřejné investici v Ciudad de la Luz), 19. července 2011.

([32]) Strana 30 a 39 zprávy společnosti Ecorys.

([33]) Jak se uvádí v 29. a 53. bodě odůvodnění. Když se úvěry považují za kapitálovou investici, neberou se v úvahu úroky.

byly vypracovány pro valencijskou autonomní vládu. Proto mohou být tyto příděly považovány za státní prostředky.

Narušení hospodářské soutěže

(91) Jestliže státní podpory posilují pozici nějakého podniku vůči jiným konkurentům, je třeba mít za to, že tyto konkurenční podniky jsou takovými podporami ovlivněny. Poskytnutá podpora posiluje pozici Ciudad de la Luz vůči konkurentům, protože umožňuje, aby vstoupila na trh filmových studií. Mezi firmami, které mají z takového opatření prospěch, a těmi, které ho nemají, je narušena hospodářská soutěž. I kdybychom předpokládali, že v jiných členských státech, kde jsou jiná filmová studia, existují podpory pro filmové produkce, nelze to považovat za argument proti tvrzení, že státní podpora narušuje hospodářskou soutěž. Určité opatření se nemůže vyhnout označení „státní podpora" jen proto, že jiné členské státy mohly zavést svoje vlastní opatření vedoucí k narušení hospodářské soutěže. V okamžiku, kdy se zkoumá podmínka týkající se narušení hospodářské soutěže, nepřísluší operovat „kompenzací" tohoto typu.

Vliv na obchod

(92) Závěrem se Komise domnívá, že má předmětné opatření vliv na obchod mezi členskými státy. Filmová studia nabízejí svoje zařízení na mezinárodní úrovni. Filmoví producenti běžně sjednávají ceny a podmínky s řadou filmových studií nacházejících se v různých členských státech. Komise schválila ve Španělsku a v jiných členských státech režimy podpory, které nabízejí podporu produkce audiovizuálních děl, a proto v zemích nepřímo podporují používání technických zařízení včetně filmových studií. Nicméně čtvrté kritérium sdělení o filmu z roku 2001 vylučuje podporu na zvláštní produkční činnosti včetně podpory na využití filmových studií.

Závěr

(93) Vzhledem k výše uvedenému se Komise domnívá, že projekt poskytuje společnosti Ciudad de la Luz selektivní hospodářskou výhodu. Projekt je financován z veřejných zdrojů, narušuje hospodářskou soutěž a má vliv na obchod mezi členskými státy. Proto se Komise domnívá, že oznámené opatření představuje státní podporu ve smyslu ustanovení čl. 107 odst. 1 Smlouvy o fungování Evropské unie.

Slučitelnost

(94) Komise musí v prvé řadě zajistit, aby podpora nebyla v rozporu s ustanoveními Smlouvy o fungování Evropské unie v jiných oblastech, než jsou státní podpory. Posouzením Komise nejsou v předmětném případě dotčeny žádné další závěry ohledně slučitelnosti s právními předpisy EU o veřejných zakázkách. Podpora neobsahuje žádný další prvek, který by mohl představovat problémy co do zásady celkové zákonnosti podpory.

(95) Jak bylo uvedeno v rozhodnutí o zahájení řízení, španělské orgány jako podpůrný argument pro případ, že by se Komise domnívala, že zmíněná opatření představují státní podporu, uvedly, že taková opatření by byla slučitelná s čl. 107 odst. 3 jakožto regionální podpora a podpora určená na pomoc kultuře.

Regionální podpora

(96) Regionální podpora pro výstavbu Ciudad de la Luz může být odůvodněna tím, že se investice provádí v podporované oblasti. Španělské orgány uvedly, že pravidla pro regionální podporu platná ve chvíli, kdy bylo přijato první rozhodnutí o investici pro období 2000–2006, umožňovala intenzitu podpory ve výši 36 %.

(97) Vzhledem k tomu, že se jedná o neoznámenou podporu, platí pokyny k státní regionální podpoře pro období 2000–2006 ([34]). V bodě 4.2 těchto pokynů se uvádí: „aby se zajistilo, že produktivní investice bude realizovatelná a racionální, musí příjemce vložit minimální finanční příspěvek ve výši 25 %." V poznámce pod čarou č. 20 v uvedených pokynech se uvádí, že tento minimální příspěvek ve výši 25 % nesmí zahrnovat žádnou podporu. I když na začátku existoval soukromý investor, který vlastnil 25 % z počátečního základního kapitálu 600 000 EUR, tento soukromý investor vykonával za honorář funkci správce projektu a neuskutečnil do něho žádnou další investici, která by poměrně odpovídala většinovému podílu veřejné investice do projektu. Počáteční investici tudíž nelze brát odděleně od veřejné investice, protože se nejedná o nezávislou investici. Kromě toho soukromého investora v červenci 2004 absorbovala SPTCV, takže jeho podíl klesl na 0,2 %.

(98) Španělské orgány namítly, že investice 25 % od samotné SPTCV je možné považovat za příspěvek od příjemce. Komise se domnívá, že tento přístup, podle kterého je 25 % investice kryto subjektem ve veřejném vlastnictví, který se nechová jako soukromý investor (viz výše část V, bod „Hospodářská výhoda"), přičemž zbývajících 75 % investice také pochází ze státních prostředků, nezaručuje, že produktivní investice profitující z podpory bude realizovatelná a racionální.

([34]) Úř. věst. C 74, 10.3.1998, s. 9.

(99) Protože investice do Ciudad de la Luz byla v plném rozsahu financována z veřejných prostředků SPTCV, není tato podmínka splněna.

Odvětvová podpora pro audiovizuální odvětví

(100) V určitých situacích Komise povolila v souladu s čl. 107 odst. 3 písm. c) podpory audiovizuálního odvětví, přičemž brala v úvahu kulturní cíle podle článku 167 SFEU. Kulturní výjimku lze použít společně s ostatními právními základy pro slučitelnost, jako je podpora určitých hospodářských činností podle čl. 107 odst. 3 písm. c) SFEU ([35]). Ačkoliv to španělské orgány nenavrhly, s ohledem na vyjádření zúčastněných třetích stran se níže řeší otázka zmíněného právního základu.

(101) Posouzení podle čl. 107 odst. 3 písm. c) SFEU se provádí ve třech fázích pomocí přezkumu, při kterém se zvažují výhody a nevýhody předmětného opatření.

(102) Při přezkumu hodnotí Komise následující aspekty:

a) Je cílem podpory dosáhnout řádně definovaného cíle společného zájmu (tj. usiluje podpora o vyřešení selhání trhu nebo o dosažení jiného cíle)?

b) Je podpora dobře navržena tak, aby dosáhla cíle společného zájmu? Konkrétně:

i) Představuje podpora vhodný nástroj, tj. neexistují jiné vhodnější nástroje?

ii) Je v ní přítomen stimulační efekt, tj. mění podpora chování firem?

iii) Je podpora přiměřená, tj. bylo by možné dosáhnout stejné změny chování menší podporou?

c) Jsou dopady na obchod a narušení hospodářské soutěže malé, takže celková bilance je kladná?

Cíl opatření

(103) Domníváme se, že dochází k „selhání trhu“, pokud výsledek trhu nevede k největšímu možnému sociálnímu blahobytu. Nedostatečný výsledek trhu může nastat v případě tzv. veřejných a veřejně prospěšných statků ([36]). Tyto statky vyvolávají pozitivní externality, jestliže sociální přínos je větší než přínos soukromý. V důsledku toho se nabízené množství dostane pod optimální úroveň, což současně ospravedlňuje veřejný zásah (a možné veřejné dotace).

(104) Obchodní trh v EU je vysoce konkurenční a pohybuje se v něm řada velkých filmových studií. Kromě toho musí evropská studia čelit v oblasti velkých filmových produkcí velké konkurenci ze strany mimounijních studií. Proto na první pohled neexistují podložené důkazy o selhání trhu na základě nedostatečné nabídky a vysokých vstupních nákladů. V reakci na rozhodnutí o zahájení řízení španělští filmaři namítají, že před postavením komplexu Ciudad de la Luz neměl španělský trh podobné služby na dostatečně vysoké úrovni k dispozici. Valencijští filmaři konkrétně poukázali na to, že přístup k filmovým studiím v jejich blízkosti jim umožní snížit náklady na produkci (nižší náklady na dopravu, blízkost dalších služeb potřebných pro výrobu filmů apod.).

(105) Nicméně skutečnost, že pro španělské filmové producenty je Ciudad de la Luz přínosem, nestačí, aby se prokázala existence „selhání trhu“, tak jak je definováno výše. Za prvé, domnívat se, že Ciudad de la Luz odstraňuje selhání trhu z hlediska místní produkce filmů ve Španělsku by bylo v protikladu s cílem, který uvedly španělské orgány. Ve zprávě společnosti Consultia z roku 2004 se konstatuje, že místní studia jsou pouze „nepřímí“ konkurenti, zatímco cílem Ciudad de la Luz by bylo získat velké filmové produkce.

([35]) Viz především rozhodnutí NN 84/2004 z 22. března 2006, France – Régimes d'aide au cinéma et à l'audiovisuel (Francie – Režimy podpor filmu a audiovizuálního odvětví). V tomto případě Komise na základě čl. 107 odst. 3 písm. c) nebo d) SFEU zpětně povolila opatření na podporu zejména distribuce filmů, tvorby, rekonstrukce a modernizace kin, distribuce hudebních videí nebo videí, výzkumu a vývoje a rozvoje technologií postprodukce. Viz také N 192/2008 z 11. dubna 2008, Španělsko – Podpora dabingu a titulkování filmů v baskickém jazyce.

([36]) Veřejné statky existují v případě, kdy není možné poskytovat zboží nebo službu jedné osobě bez vyloučení jiných osob nebo když neexistuje rivalita ve spotřebě (např. veřejné osvětlení, dopravní síť). Veřejně prospěšnými statky se rozumí takové zboží nebo služby, u kterých se veřejné orgány domnívají, že je občané nebudou spotřebovávat dostatečně, takže musejí být dotovány nebo dodávány zdarma (např. vzdělání nebo veřejné knihovny).

(106) Za druhé, aby se zjistilo selhání trhu ve vztahu ke španělským producentům, muselo by se vyhodnotit, zda sociální přínos vytvořený studii jako Ciudad de la Luz je vyšší než jeho náklad. To by kromě jiného vyžadovalo zvážit, zda současná zařízení nejsou dostatečná, tj. zda by španělští filmaři nemohli využívat studia, která již ve Španělsku existují (jako Video Planning, Cartuja Producciones a Loasur Audiovisual v Andalusii, Media Park v Katalánsku, Platós Valencia ve Valencii a Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Los Ángeles a Flash Estudio v Madridu), nebo studia v jiných členských státech. I když španělští filmoví producenti uvedli, že Ciudad de la Luz by měla některé příznivé dopady na náklady (bez vyčíslení), netvrdili, že by místní studia těchto parametrů měla zásadní význam pro místní filmovou produkci.

Správně navržená podpora

(107) Vzhledem k tomu, že není přesně definováno selhání trhu, které by opatření mělo řešit, nelze se ani domnívat, že by daná podpora byla vhodná a úměrná k jeho nápravě. Jestliže bylo cílem filmového studia podpořit místní produkci, pak by kromě jiného bylo třeba porovnat provedenou investici s jinými opatřeními, která by mohla být z pohledu filmových producentů srovnatelně účinná. Španělské orgány takové srovnání neposkytly.

Narušení hospodářské soutěže a obchodu

(108) Přezkum vyžaduje také vyhodnocení negativních dopadů ve smyslu *narušení hospodářské soutěže a obchodu*. Protože jejich produkce skončila výrazně pod hranicí počátečních očekávání a přilákala především místní filmové produkce, lze se domnívat, že vliv studia Ciudad de la Luz na hospodářskou soutěž mohl být doposud malý. Nicméně počet filmových produkcí uskutečněných v Ciudad de la Luz není dobrým ukazatelem možného dopadu na hospodářskou soutěž. Vstup Ciudad de la Luz na evropský trh filmových studií rozšířil celkovou kapacitu trhu. Základní ekonomické pravidlo stanoví, že toto navýšení nabídky přinese celkové snížení cen nezávisle na počtu produkcí, které bude Ciudad de la Luz schopna přilákat. Vzhledem k tomu, že by to postihlo ceny na globálním trhu, nebylo by možné takové snížení cen vypozorovat srovnáním cenových tarifů stanovených Ciudad de la Luz se sazbami jejích konkurentů. Také je možné, že výstavba Ciudad de la Luz povzbudí jiné členské státy k podobným investicím. Vzhledem k jejím moderním zařízením se může rovněž stát, že se postavení Ciudad de la Luz v budoucnosti změní.

(109) Vzhledem k výše uvedenému nelze opatření považovat za slučitelné s čl. 107 odst. 3 písm. c), protože jeho cílem není odstranit selhání trhu a opatření může mít negativní vliv na hospodářskou soutěž a obchod.

Podpora kultury – investice do stavby studií

(110) Španělské orgány nepředložily argumenty, které by změnily názor komise vyjádřený v rozhodnutí o zahájení řízení, tj. že „se domnívá, že nic nenasvědčuje tomu, že je možné uplatnit výjimku [kulturní] na státní podporu pro účely pokrytí stavebních nákladů a nákladů na fungování nového a velkého komplexu filmových studií“. Že by se studia mohla považovat za „kulturní infrastrukturu“, protože jsou úzce specializována a jejich využití je určeno pro audiovizuální odvětví (pro natáčení filmů, televizní produkce a reklamu), považovala Komise v rozhodnutí o zahájení řízení za samozřejmost.

(111) Aby byla na financování nezahrnuté do sdělení o filmu uplatněna kulturní výjimka podle čl. 107 odst. 3 písm. d) SFEU, musela by být podpora nejen nutná, přiměřená a vhodná (jak se uvádí v předchozím posouzení s ohledem na čl. 107 odst. 3 písm. c)), ale také určená k dosažení kulturního cíle. Komise dospěla k závěru, že tato kritéria s odhledem na ustanovení čl. 107 odst. 3 písm. c) splněna nejsou a totéž platí v případě ustanovení čl. 107 odst. 3 písm. d).

Podpora kultury – pobídky filmovým producentům

(112) V prosinci 2008 dala Komise s přihlédnutím ke sdělení o filmu souhlas s pobídkami pro kinematografii poskytovanými autonomní oblastí Valencie ([37]). Žádné pobídky, které autonomní oblast Valencie poskytla pro natáčení filmů v Ciudad de la Luz před vydáním tohoto souhlasu, nemohou být považovány za slučitelné, pokud podmínkou pro udělení podpory bylo natáčet v Ciudad de la Luz (porušení čtvrtého kritéria sdělení o filmu, které vylučuje podpory pro určité činnosti spojené s výrobou filmů).

([37]) Sdělení o filmu z roku 2001 stanoví kritéria, podle kterých se může uplatnit kulturní výjimka obsažená v čl. 107 odst. 3 písm. d) na režimy podpory určené pro rozvoj výroby audiovizuálních děl.

(113) V rámci tohoto rozhodnutí není třeba podrobněji zkoumat, zda byly filmovým producentům nějaké podpory poskytnuty.

VI. **ZÁVĚR**

(114) Komise dospěla k závěru, že Španělsko udělilo společnosti Ciudad de la Luz SA státní podporu, a porušilo tak ustanovení čl. 108 odst. 3 Smlouvy o fungování Evropské unie. Investici, kterou provedla autonomní oblast Valencie v Ciudad de la Luz, by soukromý investor za stejných podmínek neuskutečnil. Komise se proto domnívá, že veškerá veřejná investice do projektu představuje protiprávní podporu.

(115) Celková částka podpory do prosince 2010 tak sestává ze všech přímých veřejných investic do Ciudad de la Luz SA v souhrnné výši 265 089 599 EUR a z veškerých pobídek udělených filmovým producentům pod podmínkou, že natáčení bude probíhat v Ciudad de la Luz.

(116) Pokud Komise dospěje k závěru, že je podpora neslučitelná s vnitřním trhem, má Komise v souladu se SFEU a s ustálenou judikaturou Soudního dvora Evropské unie pravomoc vyžadovat od předmětného státu, aby tuto podporu zrušil nebo změnil ([38]). Soudní dvůr opakovaně uvedl, že povinnost, aby stát zrušil nebo změnil podporu považovanou Komisí za neslučitelnou s vnitřním trhem, usiluje o obnovu předchozí situace ([39]). V tomto směru Soudní dvůr rozhodl, že cíle bude dosaženo, jakmile příjemce podpory vrátí poskytnutou částku považovanou za protiprávní podporu a zřekne se tak výhody, které se těšil oproti svým konkurentům, a jakmile se obnoví situace panující před vyplacením podpory ([40]).

(117) V souladu s uvedenou judikaturou článek 14 nařízení Rady (ES) 659/1999 ([41]) stanoví, že „je-li v případech protiprávní podpory přijato záporné rozhodnutí, Komise rozhodne, že dotyčný členský stát učiní všechna nezbytná opatření, aby příjemce podporu navrátil".

PŘIJALA TOTO ROZHODNUTÍ:

Článek 1

Základní kapitál ve výši 94 459 719 EUR sestávající z počátečního vkladu a následných navýšení, pozemky v hodnotě 9 800 040 EUR, účastnické úvěry ve výši 115 miliónů EUR a úvěry přeměnitelné na akcie v celkové výši 45 829 840 EUR vydané od roku 2008, poskytnuté protiprávně Španělskem společnosti Ciudad de la Luz SA před 31. prosincem 2010, jakož i veškeré pobídky poskytnuté filmovým producentům za podmínky, že budou natáčet v Ciudad de la Luz, za porušení čl. 108 odst. 3 Smlouvy, představují státní podporu neslučitelnou s vnitřním trhem.

Článek 2

1. Španělsko musí od příjemce získat zpět neslučitelnou podporu, která je uvedena v článku 1.

2. Částky, které mají být vráceny, jsou úročeny od data, kdy byly poskytnuty příjemci, až do dne jejich splacení.

3. Úroky se vypočítají ze složeného základu v souladu s ustanovením kapitoly V nařízení Rady (ES) č. 794/2004 ([42]).

4. Ode dne přijetí tohoto rozhodnutí zruší Španělsko všechny dosud neproplacené platby v rámci podpory uvedené v článku 1.

Článek 3

1. Vrácení podpory uvedené v článku 1 musí být provedeno s okamžitou účinností.

2. Španělsko zaručí, aby toto rozhodnutí bylo vykonáno ve lhůtě čtyř měsíců ode dne jeho oznámení.

Článek 4

1. Ve lhůtě dvou měsíců od dne oznámení tohoto rozhodnutí poskytne Španělsko následující informace:

a) celkovou částku (hlavní pohledávka a úroky), která má být vrácena od každého příjemce;

b) podrobný popis již přijatých a předpokládaných opatření ke splnění tohoto rozhodnutí;

c) dokumenty, kterými doloží, že příjemci bylo nařízeno vrácení podpory.

2. Španělsko bude Komisi průběžně informovat o postupu vnitrostátních opatření přijatých za účelem vykonání tohoto rozhodnutí až do konečného vrácení podpory uvedené v článku 1. Na žádost Komise předloží okamžitě informace o opatřeních přijatých a plánovaných za účelem vykonání tohoto rozhodnutí. Také poskytne podrobné informace o výši podpory a úrocích, které již příjemce vrátil.

([38]) Věc C-70/72, Komise v. Německo, bod 13.
([39]) Spojené věci C–278/92, C–279/92 a C–280/92, Španělsko v. Komise, bod. 75.
([40]) Věc C-75/97 Belgie v. Komise, body 64–65.
([41]) Úř. věst. L 83, 27.3.1999, s. 1.
([42]) Úř. věst. L 125, 28.4.2004, s. 4.

Článek 5

Toto rozhodnutí je určeno Španělskému království.

V Bruselu dne 8. května 2012.

Za Komisi
Joaquín ALMUNIA
místopředseda

PŘÍLOHA A

Informace o částkách, které již byly z podpory vyplaceny a které je třeba vrátit nebo již byly vráceny

Totožnost příjemce	Celková částka přijaté podpory s ohledem na režim (*)	Celková částka podpory, která má být vrácena (*) (hlavní pohledávka)	Již vrácená částka celkem (*)	
			Hlavní pohledávka	Úroky

(*) V milionech v národní měně.

PŘÍLOHA I

Ciudad de la Luz (CDL) – Postup pro správný výpočet nákladů na kapitál při investičních rozpočtových rozhodnutích – červenec 2009

Cíl

Cílem této zprávy je stanovit, zda je možné označit investici do projektu založení společnosti Ciudad De la Luz (CDL) za státní podporu. V souladu s principem investora, který se pohybuje v tržních podmínkách, se uskutečněná investice považuje za státní podporu, pokud je kompenzace, kterou stát očekává, nižší než částka, kterou by chtěl z daného projektu získat soukromý investor.

Soukromý kapitálový investor [1] by byl ochoten investovat do projektu CDL, pokud by očekávaná interní míra návratnosti [2] byla větší nebo se rovnala implicitním nákladům na základní kapitál [3] (tj. návratnost, které by mohl dosáhnout v podobném projektu).

V analýze, která následuje, se používá model oceňování kapitálových aktiv pro výpočet nákladů na základní kapitál. Toto je proměnná veličina, která umožňuje určit, zda by se soukromý investor rozhodl investovat do projektu CDL.

Výsledné rozpětí pro proměnnou veličinu se dále srovnává se zpětně získanými výsledky u reprezentativního vzorku konkurentů projektu CDL. Tento postup, tj. stanovení srovnávací referenční hodnoty pro implicitní náklady na kapitál pro tento druh projektů pomocí výsledků *ex post*, použila ve své zprávě poradenská společnost LECG. Jak se dále ukáže, postup pro získání výsledků *ex post*, který společnost LECG zvolila pro stanovení srovnávací referenční hodnoty, není nejvhodnější. Co víc, jakýkoliv ukazatel výsledků *ex post* představuje nedokonalou náhradní variabilní veličinu předem požadované návratnosti.

Dospěli jsme k závěru, že implicitní náklady na kapitál pro tento projekt by se pohybovaly okolo 14,91 %. Soukromý investor by tudíž chtěl, aby interní míra návratnosti byla vyšší než 14,91 %. Podle podnikatelského plánu navrženého CDL v roce 2004 (který představuje nejaktuálnější finanční informaci, na které je tento projekt založen) byla interní míra návratnosti investice do CDL 5,74 % [4].

Soukromý investor by tudíž do projektu CDL neinvestoval vzhledem k tomu, že interní míra návratnosti je nižší, než implicitní náklady na kapitál.

Náklady na základní kapitál [5]

Náklady na základní kapitál představují minimální míru návratnosti, kterou musí projekt CDL nabídnout svým společníkům jako kompenzaci za:

— časovou hodnotu peněz,

— riziko spojené s investováním do projektu CDL.

Je třeba zdůraznit, že příslušnou mírou návratnosti je budoucí očekávaná návratnost, nikoliv návratnost historická. Náklady na základní kapitál odrážejí implicitní náklady (náklady obětované příležitosti) na investici pro společníky ve firmách nebo projektech, které představují stejné finanční a podnikatelské riziko (nebo podobnou úroveň rizika) jako daný zkoumaný projekt.

Níže uplatňujeme široce přijímanou metodu odhadu nákladů na základní kapitál, a sice model oceňování kapitálových aktiv:

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

Kde:

— K_e jsou náklady na základní kapitál vyjádřené v procentech,

— R_f je bezriziková sazba vyjádřená v procentech,

— $(R_m - R_f)$ je tržní riziková prémie vyjádřená v procentech,

— ß je „beta“, míra systematického rizika (nediverzifikovatelného) spojeného s hodnotami CDL, která odráží jak finanční riziko, tak i riziko podnikatelské.

[1] V případě, že neexistuje úvěr.
[2] Podle definice interní míra návratnosti odpovídá diskontní sazbě, která způsobuje, že se čistá současná hodnota investice rovná nule.
[3] Brealey a Myers (2000), Principles of Corporate Finance (Principy podnikových financí), šesté vydání (kapitola 5, s. 100).
[4] Použití této referenční hodnoty nelze interpretovat tak, že toto číslo je správné. Je složité přesně odhadnout, jaké budou peněžní toky, proto je pravděpodobné, že uvedená interní míra návratnosti 5,74 % dosáhne v nejlepším případě horní hranice.
[5] V dodatku je možné konzultovat obecnou definici vážených průměrných nákladů na kapitál, které zahrnují jak kapitál, tak i úvěr.

Pro bezrizikovou míru doporučuje tržní praxe použít úrokovou sazbu dlouhodobých veřejných dluhopisů (obvykle na 10 let) v zemi, kde transakce probíhá.

Pokud jde o rizikovou prémii, mělo by se počítat s historickou tržní rizikovou prémií po přiměřeně dlouhou dobu. Obvykle se používá rozdíl mezi historickou návratností diverzifikovaného ukazatele akcií v zemi, kde transakce probíhají, a bezrizikovou sazbou.

Promítnutí do projektu Ciudad de la Luz

V roce 2004 byla průměrná roční návratnost státních dluhopisů ve Španělsku 4,1 % ([1]).

R_f = 4,1 %

Podle Fernándeze (2004) ([2]) se historická tržní riziková prémie pro státní španělské dluhopisy (v období 1991–2003, které je přibližně shodné s obdobím před naší investicí) pohybuje mezi 6,8 % a 9,3 % (rozdíl spočívá v metodě výpočtu průměru, aritmetické oproti geometrické). V našem odhadu tržní rizikové prémie bereme v úvahu nižší hranici tohoto rozpětí.

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

Pro hodnocení koeficientu beta používáme veřejně dostupné informace, které jsou k dispozici a týkají se firem, jež španělské orgány označily za přímé konkurenty CDL.

V roce 2001 vypracovala společnost KBC Securities zprávu, která obsahovala informace potřebné pro výpočet čisté současné hodnoty investice na 10 let v **Grupo Carrere**. Je patrné, že jak datum, tak i lhůta umoření investice se přibližně shodují s případem, kterým se zabýváme. Diskontní sazba používaná ve zprávě KBC byla 12 %, zatímco koeficient beta byl 1,8. Bereme-li v úvahu, že finanční riziko **Carrere** je odlišné od CDL (kapitálová struktura Carrere zahrnuje úvěr), musíme tuto hodnotu přizpůsobit a vypočítat koeficient beta bez ohledu na úvěr s cílem izolovat profil podnikatelského rizika. Vzorec, který umožňuje vypočítat koeficient beta s vyloučením úvěru, je tento:

$\text{Beta}_{\text{bez úvěru}} = \text{Beta}_{\text{s úvěrem}}/[1 + (1 - T)\ D/E]$

kde T je aplikovatelná daňová sazba. Daňová sazba ve Francii, kde má Carrere svoje sídlo, je 33 % a údaje o koeficientu zadlužení je možné najít v původní zprávě KBC. V okamžiku emise akcií byl koeficient zadlužení 10 %. Tato hodnota byla potvrzena pomocí údajů od společnosti Bloomberg.

S použitím těchto hodnot pro jednotlivé parametry dostaneme následující hodnotu beta bez úvěru:

$\text{Beta}_{\text{bez úvěru}}$ = 1,68

V Německu v roce 2008 provedl Der Spezialist fur Finanzaktien podobnou analýzu **Studia Babelsberg**, další společnosti, kterou španělské orgány označily za přímého konkurenta CDL. Ve zmíněné zprávě byla použita hypotéza, že náklady na kapitál činí 12 %, a koeficient beta byl 1,5 %. Ve chvíli, kdy byla uveřejněna zpráva, nemělo **Studio Babelsberg** úvěry, což znamená, že jeho kapitálová struktura byla shodná se strukturou CDL, a proto v tomto případě nebylo třeba koeficient beta upravovat.

Tyto důkazy získané z podrobných zpráv o dvou přímých konkurentech ukazují, že koeficient beta aplikovatelný v případě CDL se nachází (minimálně) v rozpětí 1,5–1,68. Kromě důvodů, které Komise již uvedla, je pravděpodobné, že investice v CDL s sebou nese vyšší úroveň idiosynkratického rizika. Jinými slovy, hodnota beta aplikovatelná v případě CDL bude pravděpodobně vyšší než u jejích konkurentů.

Níže aplikujeme aritmetický průměr těchto dvou hodnot a přiřazujeme výsledek k CDL (ačkoli je pravděpodobné, že CDL vykazuje vyšší úroveň idiosynkratického rizika). Je třeba mít na zřeteli, že tyto údaje byly poskytnuty finančními analytiky, kteří provedli hloubkovou analýzu společností Carrere a Studio Babelsberg.

Spodní hranice očekávané návratnosti investice pro soukromého investora by tedy byla:

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

Získání tohoto čísla je užitečné, protože znamená, že je možné vyloučit bez dalšího zkoumání hodnotu vážených průměrných nákladů (WACC) podstatně nižší než **14,91 %**.

Slabé stránky v metodologii LECG

Odhad použitý ve studii poradenské společnosti LECG, jehož výsledkem je diskontní faktor 5,15 %, vykazuje značné metodické nedostatky. LECG tvrdila, že adekvátní náhradní proměnnou pro vážené průměrné náklady na kapitál je návratnost aktiv získaná jedním nebo dvěma konkurenty (Pinewood a Babelsberg).

([1]) Global Insight.

([2]) Pablo Fernández (2004). *Market risk premium: required, historical and expected* (Tržní riziková prémie: vyžadovaná, historická a očekávaná), pracovní dokument IESE Business School.

Obecně platí, že účetní míra návratnosti, jako například návratnost aktiv, nesmí být považována za adekvátní míru průměrné návratnosti, kterou očekává investor. Důvody jsou pro to přinejmenším tři ([1]): z účetního pohledu se návratnost počítá ročně, zatímco racionálně uvažující investor bere návratnost v úvahu po celou dobu životnosti daného projektu; účetní informace jsou kromě toho historickými informacemi o podniku, a proto se jeví vhodnější spíše pro zpětné hodnocení výsledků společnosti než pro předchozí výpočet očekávaného výnosu z investic; a konečně, investory ve skutečnosti nezajímají účetní zisky, nýbrž zisky peněžní, tedy peněžní toky, které jim přinesou jejich investice.

Kromě toho měla LECG porovnat vážené průměrné náklady na kapitál s výnosem z vloženého kapitálu, a nikoliv s návratností aktiv. Míra vážených průměrných nákladů na kapitál se týká celkového kapitálu, tedy základního kapitálu a finančního úvěru. Nicméně pasiva typické rozvahy obsahují nejen základní kapitál a finanční úvěr, ale také pasiva běžná, tj. závazky. Celková aktiva jsou tedy větší nebo se rovnají celkovému kapitálu a pro danou úroveň návratnosti je návratnost aktiv nižší nebo se rovná výnosu z vloženého kapitálu. ([2]) Proto proměnnou, která se musí srovnávat s váženými průměrnými náklady na kapitál, je výnos z vloženého kapitálu, a nikoliv návratnost aktiv. Projekt dosahuje kladné hodnoty pouze tehdy, pokud získaný výnos z vloženého kapitálu je větší nebo se rovná váženým průměrným nákladům na kapitál.

Údaje o konkurentech

Dříve než posoudíme údaje o trhu, chceme zdůraznit, že adekvátní srovnávací referenční hodnotou jsou náklady *ex ante* na základní kapitál. Úrovně návratnosti sledované *ex post* tvoří pouze nedokonalou náhradní proměnnou očekávání *ex ante*. jelikož dosažená návratnost *ex post* se nemusí nutně rovnat požadované rentabilitě *ex ante*. Pokud se investoři zajímají o minulé výsledky určitého odvětví, musejí analyzovat výnos z vloženého kapitálu, který je určitou mírou rentability *ex post* relativně neutrální vůči kapitálové struktuře jednotlivých podniků, protože zahrnuje jak kapitál, tak i úvěr. Tak, jak se zvyšuje úroveň zadlužení firmy, roste také kapitálový výnos pro akcionáře ve srovnání s výnosem z vloženého kapitálu.

V analýze, která následuje, posuzujeme údaje o výnosu z vloženého kapitálu týkající se reprezentativní skupiny konkurentů. Zmíněné údaje byly získány z různých zdrojů, a jak uvidíme, výsledky se neliší od výsledků našeho šetření.

1. *Údaje z databáze AMADEUS*

AMADEUS je komplexní celoevropská databáze, která obsahuje finanční informace o více než 11 milionech veřejných a soukromých společností ze 41 evropských zemí, kterou vypracovalo Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing. BvD je jedním z hlavních poskytovatelů údajů o podnikatelských rozvahách na světové úrovni; pro evropský region je k dispozici největší počet údajů.

Medián je číslo, které odděluje horní polovinu vzorku od dolní poloviny. Pokud se sledované hodnoty seřadí vzestupně nebo sestupně, je mediánem hodnota umístěná ve středu pořadí.

Aritmetický průměr je souhrnem všech pozorování dělený počtem pozorování.

V mnoha rozděleních pravděpodobnosti se průměr a medián shodují. Nicméně z empirického pohledu mohou obě veličiny vykázat podstatné rozdíly, pokud je sledované rozdělení navzdory vzorku velkého rozsahu asymetrické (například proto, že obsahuje několik odlišných hodnot, což je známo jako extrémní pozorování).

Údaje, které jsou uváděny dále, vykazují hodnoty průměru vyšší než hodnoty mediánu (což je známo jako pozitivní asymetrie). Vzhledem k tomu, že průměr je citlivý na odlišné hodnoty, soustředíme se na medián. Je třeba mít na zřeteli, že toto rozhodnutí vede k závěru, že úroveň návratnosti je nižší než ta, která by byla získána v případě použití výběrového průměru.

Analýza skupiny srovnatelných firem

Použitím velmi širokého vzorku, který zahrnuje všechny činnosti obsažené v položce 921 statistické klasifikace ekonomických činností v Evropském společenství (NACE) (Produkce filmů a videozáznamů), se pro období 1994–2008 vygeneruje více než 11 000 poznámek.

	Medián
Výnos z vloženého kapitálu	13,56 %

([1]) Hans W. Friederiszick a Michael Troge, DG COMP, CET, „Applying the MEIP to State Owned Companies – Lessons learned from the German Landesbanken Cases“, Competition Policy Newsletter, č. 1, jaro 2006.

([2]) Tento omyl vzniká často, protože někteří autoři ve finančních manuálech vycházejí ze zjednodušené rozvahy, která zahrnuje pouze základní kapitál a finanční úvěry a nezahrnuje běžná pasiva. V těchto případech se vskutku návratnost aktiv rovná výnosu z vloženého kapitálu. Nicméně v reálném životě tomu tak není.

Pinewood-Shepperton, Grupo Carrere a Barrandov Studio jsou zahrnuty do nejužšího kódu 9211 NACE se čtyřmi čísly (Produkce filmů a videozáznamů). Kromě klasifikací NACE poskytuje AMADEUS přesnější definici srovnatelných firem, protože seskupuje společnosti, které mají stejný kód NACE, podle jejich velikosti. Pinewood-Shepperton, Grupo Carrere a Barrandov Studio patří do skupiny „velmi velkých firem" v rámci kódu 9211 NACE (vyjádření „velmi velké" není absolutním vyjádřením, ale vyjádřením relativním ve srovnání s dalšími firmami, které jsou zahrnuty do rubriky 9211 NACE). Pro tuto skupinu 45 srovnatelných firem je medián [1] pro období 2000–2006 v případech, kdy jsou k dispozici údaje, tento:

	Medián
Výnos z vloženého kapitálu	10,1 %

Studio Babelsberg je v databázi AMADEUS zahrnuto do stejného kódu NACE jako tři předchozí společnosti, ale je označeno pouze jako „velká firma". Skupina „velkých firem" stejného zaměření se stejným kódem zahrnuje 133 společností. Medián skupiny za stejné období (2000–2006) je:

	Medián
Výnos z vloženého kapitálu	10,1 %

Cinecitta Studios má přidělený kód NACE „reklama", což znamená, že skupina stejně zaměřených společností není vhodná pro srovnávací účely. CDL byla také přidělena do skupiny firem stejného zaměření, jejichž NACE je 7413 (Průzkum trhu a veřejného mínění), která podle našeho názoru není pro naše hodnocení relevantní.

2. *Údaje z databáze ORBIS* [2]

Za účelem získání údajů o firmách uvedených v dokumentech španělských orgánů bylo nutné se obrátit na ORBIS. Ve zmíněné databázi byly k dispozici informace o následujících firmách:

— Pinewood Shepperton,

— Studio Babelsberg

— Grupo Carrere

— Cinecitta

— Ealing Studios

— Barrandov

— Prime Focus

— Ray Corp

— EUROPACORP

Medián těchto firem pro období 2002–2007 je:

	Medián
Výnos z vloženého kapitálu	10,82 %

Vzhledem k tomu, že skupina těchto firem je složena z jasně identifikovaných konkurentů, eliminuje se riziko, že by byly zahrnuty odlišné subjekty, které nevykonávají aktivity ve stejném odvětví jako CDL (což by mohlo nastat v případě skupin srovnatelných firem vytvořených v systému AMADEUS). Proto se uvádí také průměr odpovídající této skupině za období 2000–2007.

	Medián
Výnos z vloženého kapitálu	12,26 %

[1] Jak bylo uvedeno výše, medián pro tuto skupinu je nižší než aritmetický průměr. Pro analýzu srovnatelné skupiny poskytuje AMADEUS roční medián výnosu z vloženého kapitálu odpovídající srovnatelným společnostem jako celku. Pro doplnění informací získaných v čase (údaj, který je uveden v textu) se vypočítal „medián z ročních mediánů".

[2] ORBIS je mezinárodní databáze, která obsahuje informace o více než 50 milionech společností z celého světa (Bureau van Dijk Electronic Publishing).

Závěr

Z naší analýzy vyplývá, že pro investici do CDL se implicitní náklady na kapitál rovnají 14,91 %. Přijmeme-li podnikatelský plán CDL z roku 2004 a analýzu poradenské společnosti LECG, byla by interní míra návratnosti tohoto projektu 5,74 %. Je však třeba zdůraznit, že peněžní toky předpokládané v podnikatelském plánu z roku 2004 jsou neodůvodněně optimistické, především vezmou-li se v úvahu skutečné ztráty, které měla společnost v letech 2002–2004 [1]. Z informací, které máme k dispozici, vyplývá, že očekávané peněžní toky uvedené v podnikatelském plánu z roku 2004 představovaly horní hranici.

Jak již bylo poukázáno v úvodu, investor se rozhodne investovat do projektu pouze tehdy, pokud interní míra návratnosti bude vyšší než implicitní náklady na kapitál. U CDL by tudíž investor vyžadoval interní míru návratnosti daleko vyšší (tj. minimálně 14,91 %), aby do daného projektu investoval. Můžeme tak dojít k závěru, že investice do projektu CDL nesplnila princip investora, který podniká v tržních podmínkách.

S průměrnými váženými náklady na kapitál = 14,91 % a za předpokladu, že předpoklad peněžních toků na rok 2004 představuje horní hranici, vypočítáme čistou současnou hodnotu projektu jako součet diskontovaných peněžních toků. Pokud vyjdeme z informací poskytnutých španělskými orgány, pak zjistíme, že investice 199 milionů je součet peněžních toků za období 2005–2007. Peněžní toky posledního období zahrnují zbytkovou hodnotu vypočítanou s použitím dividendového diskontního modelu:

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

kde D_t představuje dividendu k vyplacení v roce t, g je míra růstu dividend a r je diskontní sazba.

Tento vzorec vykazuje vysokou citlivost na parametry D_t a g. Výpočet přesných odhadů D_t a g není předmětem tohoto článku. Z toho důvodu jako srovnávací referenční hodnoty používáme hodnoty navržené španělskými orgány, tj. D_t = 8 651 (peněžní tok posledního období) a g = 2,553 % (míra inflace). Nicméně aplikujeme námi odhadnutou diskontní sazbu 14,91 %. Na základě hodnot těchto parametrů projekt generuje negativní čistou současnou hodnotu ve výši –131,65 milionu.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Peněžní tok	– 884	– 1 792	– 2 601	– 118 177	– 55 813	– 25 088	4 462
Diskont	(1 + WACC)^2	1 + WACC	1	1/(1 + WACC)	1/(1 + WACC)^2	1/(1 + WACC)^3	1/(1 + WACC)^4
14,91 %	1,3204	1,1491	1,0000	0,8702	0,7573	0,6591	0,5735
Diskontovaný peněžní tok	**– 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	Čistá současná hodnota
Peněžní tok	5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	*80 447*	
Diskont	1/(1 + WACC)^5	1/(1 + WACC)^6	1/(1 + WACC)^7	1/(+ WACC)^8	1/(1 + /WACC)^9	1/(1 + WACC)^10	
14,91 %	0,4991	0,4344	0,3780	0,3290	0,2863	0,2491	
Diskontovaný peněžní tok	**2 758,17**	**2 849,86**	**2 586,30**	**2 650,40**	**2 378,07**	**20 041,62**	**– 131,65**

Komentáře k posledním předloženým informacím (25. března)

Informace odeslané dne 25. března postrádají metodickou přesnost a je v nich řada zásadních tvrzení, která v nejlepším případě postrádají opodstatnění. Tvrdí se, že:

[1] Zdroj: Zpráva o společnostech, ORBIS.

[…] „Pro vypočtení této návratnosti a především rizikové prémie, kterou by u projektu vyžadoval soukromý investor, se používají různé modely. Ten, který se používá nejčastěji, je model oceňování kapitálových aktiv. Pokud se například aplikuje tento model na případ, kterým se zabýváme, soukromý investor by „vyžadoval" rizikovou prémii (nikoliv míru návratnosti) ve výši 3,75 % v roce 2000 a 2,07 % v roce 2004",

a uvádí se následující tabulka:

Tabulka č. 1.

Odhad rizikové prémie *požadované* od CDL podle modelu CAPM

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

Jinými slovy, poskytnuté informace tvrdí, že beta CDL je ß = 0,395. Jedná se o odhad postrádající opodstatnění, který není podložen žádným věrohodným ani ověřitelným údajem. Také je obtížně obhajitelný z hlediska zdravého rozumu.

Dále pak uvádíme doslovnou citaci Brealeyho a Myerse, která je jako hlavní reference používána v informacích předložených poradenskou firmou LECG.

„[…] beta měří stupeň citlivosti určité hodnoty vůči výkyvům trhu. Akcie s hodnotou beta větší než 1,0 mají sklon zesílit globální pohyby trhu. Ty, jejichž beta je mezi 0 a 1,0, mají sklon se pohybovat ve stejném směru jako trh, i když v menší míře. Trh samozřejmě je „portfolio všech akcií", takže beta „průměrné" akcie je 1,0." (kapitola 7, s. 174).

Jinak řečeno, akcie s vyšší hodnotou beta vykazují větší volatilitu, a tudíž vyšší riziko.

Riziko investice u CDL je minimálně tak vysoké jako riziko investice u jejích zavedených konkurentů, jejichž koeficienty beta jsou výrazně vyšší než 1 (viz hodnocení provedené KBC Securities a Spezialist fur Finanzaktien).

A konečně co se týče bezrizikové sazby, odvolávat se na současnou finanční krizi (která je dočasná) s cílem vyvrátit hodnotu, již zvolila Komise a jež odpovídá bezrizikové sazbě v období, kdy se uskutečnila investice do projektu CDL, působí velmi oportunisticky.

Dodatek

K financování projektu musejí investoři vložit kapitál. Tento kapitál má určité náklady, kterým se říká náklady na kapitál.

Dvěma významnými zdroji kapitálu jsou obvykle:

— základní kapitál (E),

— finanční kapitál (úvěr) (D).

Součtem základního kapitálu a úvěru vznikne celkový kapitál (C) vyjádřený v EUR. Každý z těchto dvou kapitálových zdrojů má určité náklady. Označíme si:

— K_e pro náklady na základní kapitál vyjádřený v procentech,

— K_d pro náklady na finanční kapitál (tj. úvěr) vyjádřený v procentech.

Celkové náklady na kapitál jsou proto vážené průměrné náklady na kapitál, přičemž bereme v úvahu předpokládaný procentní podíl na základním kapitálu a předpokládaný procentní podíl na úvěru. Máme proto:

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

Je třeba mít dále na paměti, že K_d a K_e jsou očekávané náklady na finanční kapitál a základní kapitál, nejsou to historické náklady.

Bereme-li v úvahu daňové výhody spojené s financováním prostřednictvím úvěru a předpokládáme-li, že T je daňová sazba použitelná na projekt CDL, dostaneme:

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

V tomto konkrétním případě projektu CDL není v podnikatelském plánu z roku 2000 o úvěru ani zmínka. Vzhledem k tomu, že projekt je zcela financován pomocí základního kapitálu, dostaneme:

$$WACC = K_e$$

PŘÍLOHA II

[úprava dokumentu z března 2010]

Odpověď na informace vypracované poradenskou společností LECG a předložené dne 19. října 2009

Odpověď poradenské společnosti LECG na analýzu útvarů Komise se soustřeďuje na čtyři otázky:

1) Údajně chybné použití modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM).

Přestože LECG uznává, že provedení analýzy na základě modelu oceňování kapitálových aktiv je správné, zpochybňuje hodnoty parametrů, které Generální ředitelství pro hospodářskou soutěž použilo. LECG konkrétně tvrdí, že:

— tržní riziková prémie by měla být nižší,

— hodnoty koeficientů beta by měly být také nižší.

2) Útvary Komise by se neměly opírat pouze o podnikatelský plán společnosti Consultia IT, ale ke stanovení vhodné srovnávací referenční hodnoty měly použít také podnikatelský plán firmy Arthur Andersen z roku 2000.

3) Útvary Komise nepoužily k odhadu očekávané návratnosti projektu Ciudad de la Luz (CDL) vhodné finanční ukazatele.

4) Útvary Komise nebraly v úvahu ani předpokládané příjmy z výstavby hotelů a kancelářských prostor.

1. **Parametry modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM)**

1.1 *Tržní riziková prémie*

Poradenská společnost LECG zpochybňuje náš výběr historických údajů týkajících se prémií, který jsme použili k odhadu tržní rizikové prémie ve Španělsku v letech 2000 a 2004 a který se opírá o Fernándezův článek (2004). Uvedená poradenská společnost namísto toho navrhuje použít jako zdroj informací pozdější článek téhož autora. ([1])

Jak se ukáže níže, zpráva LECG používá citace z uvedeného článku velmi selektivně.

Zpráva LECG argumentuje, že namísto historické prémie by měla být použita požadovaná prémie. Nicméně Fernández (2009) tvrdí toto:

„Lze snadno vyvodit závěr, že neexistuje přesný obecně přijatelný odhad tržní rizikové prémie a neexistuje ani obecná metoda pro odhad této prémie. […]

Doporučení ohledně tržní rizikové prémie vybraná ze 150 manuálů o financování a oceňování uveřejněných v letech 1979 až 2009 se pohybují v rozmezí od 3 % do 10 %. Knih, v nichž jsou na různých stranách použity rozdílné rizikové prémie, je několik a většina z nich nestanoví rozdíl mezi čtyřmi pojmy týkajícími se výrazu „tržní riziková prémie“: historickou rizikovou prémií, očekávanou rizikovou prémií, požadovanou rizikovou prémií a implicitní rizikovou prémií. […]

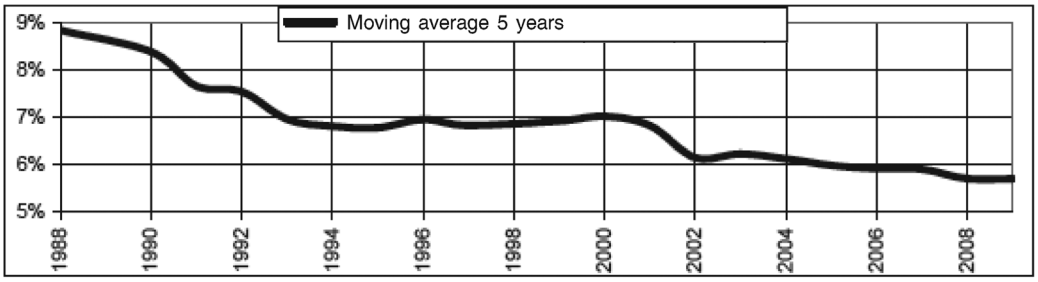
Ve 129 knihách jsou termíny očekávaná riziková prémie a požadovaná riziková prémie považovány za synonyma a v 82 se nečiní rozdíl mezi očekávanou rizikovou prémií a historickou rizikovou prémií.“

Pokud jde o konkrétní hodnotu, studie LECG kromě toho navrhuje použít tržní rizikovou prémii, jejíž hodnotu nedávno uvedl Fernández (2009), který doporučuje použít požadovanou rizikovou prémii v rozmezí od 3,8 % do 4,3 %. Existují přinejmenším dva důvody, proč tento rozsah nelze v tomto případě použít. Za prvé představuje podstatná omezení, protože se jedná o subjektivní ocenění jedinou osobou. Je třeba vzít v úvahu také to, že Fernández předkládá průměrnou hodnotu získanou z celkem 150 manuálů (viz následující graf). Za druhé, a to je ještě důležitější, návrh tohoto autora použít hodnotu v rozmezí od 3,8 % do 4,3 % je odhadem současné rizikové prémie, a nikoli prémie z let 2000 a 2004. Hodnoty parametrů, které musejí být použity v modelu oceňování

([1]) Pablo Fernández (2009): „The Equity Premium in 150 Textbooks“ (Riziková prémie ve 150 manuálech), pracovní dokument IESE Business School.

kapitálových aktiv, musejí být aktuální k datu podnikatelského rozhodnutí (tedy *ex ante* a ne *ex post*). Jinými slovy, adekvátní riziková prémie je ta, která byla evidována v roce 2000 (nebo 2004), ne v roce 2009. Fernándezův článek (2009) v této souvislosti dohodnuté odhady pro požadovanou rizikovou prémii v letech 2000 a 2004 *uvádí*. Konkrétně hodnota požadované rizikové prémie v roce 2004 překračuje 6 %, zatímco v roce 2000 je okolo 7 %. Náš odhad zpracovaný před publikováním uvedeného článku byl správný a nacházel se ve stanoveném rozmezí, a sice ve výši 6,8 %.

„Následující graf ukazuje vývoj klouzavého průměru (v posledních pěti letech) požadované rizikové prémie, který používá nebo doporučuje 150 manuálů o financích a oceňování".



1.2 *Koeficient beta*

Pokud jde o koeficient beta, zpráva LECG zpochybňuje použití odhadů poskytovaných soukromými společnostmi specializujícími se na oceňování. Níže uvádíme odkazy na studia, o nichž se zmiňujeme:

Carrere (informace, které byly použity, lze najít v následující zprávě na straně 5):

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

Studio Babelsberg (viz strana 10)

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

Podle našeho názoru by soukromý investor použil při zjišťování informací ke stanovení hodnoty beta *ex ante* právě tyto zdroje. Tito analytici mají specifické znalosti pro posuzování a oceňování *ex ante*.

Obě studie poskytují koeficienty beta řady konkurentů blízkých projektu Ciudad de la Luz.

Pablo Fernández – autor, který je ve studii LECG rozsáhle, avšak selektivně citován – zaměřil značnou část své práce na to, aby prokázal, že historické koeficienty beta (jak je navrhuje LECG) jsou prakticky irelevantní.

Ve svém článku *Are calculated betas worth for anything?* (2008, pracovní dokument IESE Business School) Pablo Fernández předkládá přesvědčivé argumenty proti použití vypočtených koeficientů beta při oceňování:

„Zdůrazňujeme, že obecně je použití historického koeficientu beta jako náhradní proměnné očekávaného koeficientu beta vážnou chybou. Za prvé proto, že vypočítat konzistentní koeficient beta je téměř nemožné, protože historické koeficienty beta se ze dne na den dramaticky mění; za druhé proto, že často nelze říci s dostatečnou statistickou spolehlivostí, že beta nějakého podniku je vyšší nebo nižší než beta jiného podniku; za třetí proto, že v mnohých případech nemají historické koeficienty beta příliš velký smysl: podniky s vysokým rizikovým profilem často vykazují nižší historické koeficienty beta než podniky s nízkým rizikem; za čtvrté proto, že historické koeficienty beta závisejí do značné míry na indexu, který použijeme pro jejich výpočet. […] [1]" (podtržení bylo přidáno).

I třetí argument, který Fernández (2008) uvádí, lze použít pro ilustraci toho, že koeficienty beta předložené LECG nemohou být správné. Fernández také tvrdí, že podniky s vysokým rizikem rovněž vykazují vysokou hodnotu beta. Jedná se o velmi intuitivní výsledek: požadovaná návratnost u vysoce rizikového projektu (jako je CDL) by měla být vyšší než ta, kterou nabízí diverzifikované portfolio cenných papírů (například IBEX 35).

[1] Damodaran (Damodaran, Aswath (1994), Damodaran on Valuation. New York: John Wiley and Sons) při výpočtu koeficientu beta společnosti Disney také uplatňuje tento přístup. S použitím denních údajů získává koeficient beta ve výši 1,33; týdenních 1,38; měsíčních 1,33; čtvrtletních 0,44 a s použitím ročních údajů získává koeficient beta ve výši 0,77. Sleduje-li se období tří let, hodnota koeficientu beta je 1,04, která se zvýší na 1,13 v případě pěti let a na 1,18, bude-li sledované období 10 let. Koeficient beta rovněž závisí na indexu, který se použije jako referenční; takže je-li to Dow 30, koeficient beta je 0,99; použije-li se index S&P 500, je hodnota beta 1,13; a bude-li to Wilshire 5000, získá se hodnota 1,05.

V jiném článku zaměřeném na Španělsko („On the instability of betas: the case of Spain", 2008, pracovní dokument IESE Business School) Pablo Fernández znovu ukazuje, že používat pro výpočet požadované návratnosti akcií koeficienty beta získané na základě historických údajů, je vážnou chybou.

„Důvodů, proč je takový postup chybný, je sedm:

1. koeficienty beta vypočtené na základě historických údajů se ze dne na den podstatně mění;

2. vypočtené koeficienty beta závisejí do velké míry na burzovním indexu použitém jako referenční hodnota na trhu;

3. vypočtené koeficienty beta závisejí do velké míry na historickém období použitém pro výpočet (pět let, tři roky atd.);

4. vypočtené koeficienty beta závisejí na míře návratnosti (měsíční, roční atd..) použité pro výpočet;

5. často nevíme, zda je beta nějakého podniku vyšší nebo nižší než koeficient beta jiného podniku;

6. vypočtené koeficienty beta vykazují nízkou korelaci s návratností akcií;

7. korelační koeficienty (a rozptyl) regresí použitých pro výpočet koeficientů beta jsou velmi malé."

Těchto sedm tvrzení je v uvedeném článku podloženo četnými příklady.

2. **Příslušný časový úsek**

V naší předchozí analýze jsme použili pro výpočet čisté současné hodnoty jako referenční hodnotu rok 2004, protože právě tehdy byla celá investice ve výši 199,4 milionu EUR realizována. Stejnou analýzu bychom však mohli snadno provést i pro rok 2000. Výsledné vážené průměrné náklady na kapitál (WACC) by byly větší než v roce 2004 ([1]), a to jednak kvůli vyšší tržní rizikové prémii (která by podle informací shromážděných Fernándezem měla být kolem 7 %; viz bod 1.1), jednak kvůli vyšší bezrizikové sazbě (která ve Španělsku v roce 2000 dosáhla 5,53 % ([2])). Vnitřní míra návratnosti (8,84 %) by proto byla stále nižší než náklady na kapitál (pro přesnost: WACC = 5,53 % + 1,59 * 7 % = 16,66 %).

Můžeme jít ještě dále a vypočíst čistou současnou hodnotu projektu v roce 2000. Při zohlednění všech upozornění, která jsme již uvedli v naší předchozí analýze (tj. použití peněžních toků v jejich jmenovité hodnotě a parametrů použitých pro výpočet konečné hodnoty, samozřejmě vyjma vážených průměrných nákladů na kapitál), získáme zápornou čistou současnou hodnotu, jak je uvedeno níže:

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

([1]) Podle našich výpočtů byly v roce 2004 vážené průměrné náklady na kapitál 14,91 při použití bezrizikové sazby ve výši 4,1 % a tržní rizikové prémie 6,8 %.

([2]) Viz statistiky OECD.

3. **Finanční ukazatele**

Zpráva LECG je v souladu s naším stanoviskem, že model oceňování kapitálových aktiv je vhodným nástrojem pro oceňování nákladů na kapitál *ex ante*. Neposkytuje ani žádný argument, který by popíral použití výnosu z vloženého kapitálu (ROCE) jako náhradní proměnné vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Není proto nutné opakovat argumentaci, kterou jsme již uvedli v naší předchozí zprávě. Může být nicméně užitečné připomenout si, proč je výnos z vloženého kapitálu nejvhodnějším ukazatelem. Jelikož ekonomická návratnost podniku se hodnotí *ex post* na základě rozdílu mezi návratností použitého kapitálu a náklady na kapitál, lze vyvodit, že pokud se má určit pro zjištění minimální návratnosti požadované investory nějaké referenční měřítko založené na údajích dosažených konkurenty v minulosti, bude nejvhodnější náhradní proměnnou průměrný výnos z vloženého kapitálu zaznamenaný v příslušném odvětví.

4. **Rozsah investice do hotelů a kancelářských prostor**

Tvrzení obsažená v tomto bodu jsou založena na nových důkazech, a to na šesti posudcích oceňujících pozemky. Úvodem chceme připomenout, že tyto skutečnosti byly představeny zpětně, nebyly tedy součástí informací, které měli potenciální investoři tehdy k dispozici ([1]). Rovněž chceme zdůraznit, že zpráva společnosti Arthur Andersen se pouze zmiňuje o možnosti výstavby hotelového komplexu (ve fázi III) a určitých kancelářských prostor (ve fázi IV). Zpráva obsahuje odhad nákladů spojených s výstavbou hotelů a kanceláří, odhad příjmů s tím spojených však nezmiňuje; nezahrnuje tedy informace potřebné pro posouzení návratnosti zástavby pozemků. Poskytnut nebyl ani žádný podnikatelský plán pro rozvoj fází III a IV. V podnikatelském plánu společnosti Consultia IT se objevuje pouze nepřímá poznámka o hotelech, když se mluví o zóně doplňkových služeb; o kancelářích se ale plán nijak nezmiňuje. Ani oddíl zabývající se ekonomickými a finančními prognózami nebere tyto činnosti v úvahu. Jinými slovy, podnikatelský plán týkající se zástavby pozemků by soukromým investorům nikdy nebyl předložen. Z toho vyplývá, že hodnocení projektu *ex ante* mohlo být založeno pouze na podnikatelském plánu týkajícím se filmových studií. Ze všech relevantních důkazů navíc vyplývá, že původní podnikatelský plán se zástavbou pozemků nepočítal. Zpráva předložená společností LECG v dubnu 2008 dokonce v bodu 5 (*Hodnota provozu hotelového komplexu a obchodní zóny v Ciudad de la Luz*) výslovně uvádí, že podrobnosti investice do komplexu služeb (hotelů a obchodní zóny) nebyly v žádném ze dvou podnikatelských plánů analyzovány, protože a) výše uvedené zázemí by bylo v každém případě vybudováno až po výstavbě studia a b) návratnost studia je dostatečně vysoká, takže není nutné analyzovat dodatečné peněžní toky, které by mohl projekt Ciudad de la Luz přinášet.

Jedinou relevantní informací pro ocenění pozemků jsou nabídky, které Ciudad de la Luz dostala v roce 2005 na stavbu a provoz hotelů a obchodní zóny, jak je popsáno ve výše uvedeném bodě 5. Jedná se o ocenění provedené trhem v době, kdy k investičnímu rozhodnutí došlo a kdy navíc panoval *rozmach* ve stavebnictví. Jak je uvedeno v následujícím bodě, ocenění společnosti EUROVAL není adekvátním vodítkem pro určení hodnoty pozemků.

Pro výpočet čisté současné hodnoty při zahrnutí této dodatečné zástavby pozemků je možné použít tržní cenu (skutečnost, že tato cena je relativně nízká, jak uznávají španělské orgány, je dalším důkazem, že soukromí investoři nepovažovali tuto zástavbu za příliš atraktivní).

Následující tabulka ukazuje výpočty čisté současné hodnoty, do nichž je zahrnuta zástavba na základě skutečných nabídek předložených v roce 2005 (560 000 EUR za rok, upravených o inflaci, jak uvádí LECG). Lze si povšimnout, že čistá současná hodnota je stále záporná.

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

([1]) Zpráva LECG ze dne 25. dubna 2008 v tomto směru souhlasí, protože od počátku říká (na začátku bodu 2.1), že relevantní otázka pro uplatnění MEIP je tato: „*Nabízel projekt na základě informací, které byly k dispozici v okamžiku realizace investice takovou návratnost, aby se tuto investici rozhodl učinit i soukromý investor?*[…] *Analýza investičního rozhodnutí musí být provedena z hlediska ex ante.*“

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

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

Společnost Euroval ocenila pozemky v řadě posudků. Tyto posudky zadala společnost Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana, která investovala do projektu Ciudad de la Luz (CDL). Posudky se snaží objektivně ocenit pozemek určený pro stavbu hotelů a kanceláří v komplexu CDL. Ocenění se týká let 2000, 2002 a 2009. Pro každé z těchto období bylo provedeno ocenění dvou parcel: jedné určené pro stavbu hotelového komplexu a druhé určené pro stavbu kancelářských budov. Posudků tak bylo vypracováno celkem šest.

Vzhledem k tomu, že posudky používají do značné míry tutéž metodiku, některé naše komentáře mají obecnou platnost. Pokud se odkazuje na konkrétní tvrzení, je citována konkrétní zpráva, která tato tvrzení obsahuje.

Toto memorandum popisuje omezení výše uvedených posudků a vyvozuje závěr, že ocenění, která jsou v nich obsažena, nejsou spolehlivá. V memorandu se dále uvádí, že posudek je neslučitelný s některými tvrzeními obsaženými v předchozích dokumentech předložených španělskými orgány. V neposlední řadě uvádí způsoby ověřování, které mohly být pro odhad hodnoty pozemků použity.

4.1 *Posudky*

Lze si povšimnout, že společnost Euroval žádný z těchto posudků nepodepsala ani neopatřila razítkem. Neexistuje tudíž žádný důkaz o tom, že tento subjekt přebírá za tato ocenění odpovědnost.

Španělské orgány potvrzují, že oceňovací posudky vypracované v letech 2000 a 2002 nesplňují požadavky stanovené nařízením vlády ECO 805/2003 o oceňování budov, „protože toto nařízení bylo použito za jiným účelem, než co je jeho předmětem“ (například strana 3 posudku oceňujícího kancelářské prostory v roce 2000). Proč se nesmí použít uvedené nařízení vlády, nebylo vysvětleno. Toto nařízení vlády se také uvádí spolu se zákonem č. 6/1998 o územním plánování a oceňování (strana 13 výše uvedeného posudku). Argumentuje se tím, že jelikož se jedná o zpětné ocenění za rok 2000 provedené v roce 2002, „odborný tým může svobodně uplatňovat úpravy a výpočetní hypotézy, které považuje z hlediska sledovaného cíle za nejvhodnější“. Tyto úpravy a hypotézy však nejsou blíže určeny. Není rovněž jasné, proč nelze uplatňovat platné právní předpisy, zvláště pokud jde o oceňování pozemků, ani není odůvodněno, proč nebyly uplatněny zákony platné v oné době.

Posudek, jenž poskytuje *aktuální* ocenění (2009) pozemku určeného pro stavbu kancelářských budov, obsahuje tvrzení, které je ještě překvapivější. V posudku se totiž uvádí, že metody oceňování vycházející z aktuálně *platných právních předpisů* lze upravovat, protože: „tím, že jde o ocenění v té době nepeněžitého vkladu, odborný tým může svobodně uplatňovat úpravy a výpočetní hypotézy, které považuje z hlediska sledovaného cíle za nejvhodnější.“ Jinými slovy, jelikož ocenění nepovede k peněžní transakci, metody oceňování, které mají být podle

právních předpisů použity, lze měnit. Pro větší přesnost uveďme skutečnost takto: jelikož nejde o žádnou skutečnou/peněžní transakci, odborný tým připouští domněnku, že může provést úpravy, které považuje z hlediska „sledovaného cíle“ za nejvhodnější.

Nelze se tedy divit, že společnost Euroval za těchto šest posudků oficiálně nepřebírá žádnou odpovědnost.

4.1.a) Posudky týkající se stavby kancelářských prostor (parcela NNT)

Posudky by také měly jasněji vysvětlit, co znamená označení pozemků za pozemky k „užívání v terciární sféře“.

Nejzjevnějším omezením těchto posudků je způsob stanovení srovnávacích referenčních cen pro kancelářské prostory v komplexu Ciudad de la Luz. V posudku z roku 2000 je na straně 18 uvedeno devět transakcí včetně ceny za metr čtvereční. Tyto transakce se uskutečnily v období od prosince 1999 do září 2000 a průměrná cena za metr čtvereční činila 1 111,7 EUR. Tato hodnota byla použita jako referenční pro kancelářské prostory v komplexu Ciudad de la Luz.

Komplex Ciudad de la Luz se nachází na okraji města Alicante v blízkosti průmyslové zóny. Předmětem výše uvedených devíti transakcí však byly kanceláře (o průměrné výměře 115,26 metrů čtverečních) umístěné na nejprestižnějších obchodních třídách Alicante. Použití těchto transakcí pro stanovení referenční ceny pro 66 576,54 m^2 kanceláří, jejichž výstavba se plánuje v Ciudad de la Luz, jednoduše postrádá smysl.

Posudek používá index spotřebitelských cen (ISC) ve Španělsku k deflaci aktuálních hodnot. Zejména používá ISC k deflaci aktuálních hodnot pozemků do roku 2000 (strana 24). Je třeba mít na paměti, že v ISC, jak naznačuje název, není zahrnuta inflace ceny aktiv; index se vypočítává na základě spotřebního koše. Použití tohoto indexu k deflaci hodnot pozemků nebo nemovitého majetku není ani zdaleka v pořádku, a to z níže uvedených důvodů.

Je všeobecně známo, že Španělsko zaznamenalo velký rozmach ve stavebnictví, který se udržel po více než deset let (makroekonomické problémy, jimiž v současné době země prochází, s touto „bublinou“ do značné míry souvisejí). V důsledku stavebního *boomu* rostly ceny pozemků mnohem rychleji než všeobecný index spotřebitelských cen.

Podle statistických údajů shromážděných španělským ministerstvem pro bydlení (http://www.mviv.es/es/) vzrostla cena nemovitostí v provincii Alicante v období od prvního čtvrtletí 2000 do třetího čtvrtletí 2009 o 122,2 % (uvedené období bylo zvoleno podle období, které společnost Euroval použila ve svém posudku z roku 2000: od ledna 2000 do srpna 2009). Již ze zběžného pohledu na časovou řadu je zřejmé, že tempo růstu ceny nemovitostí dosáhlo vrcholu na začátku posuzovaného období.

Tentýž statistický zdroj poskytuje rovněž údaje o ceně pozemků; tato řada však bohužel začíná až v roce 2004. V prvním čtvrtletí uvedeného roku se průměrná cena pozemku v městské oblasti v provincii Alicante nacházela na úrovni 234,3 EUR/m^2. Průměrná cena pozemku v městské oblasti v obcích nad 50 000 obyvatel v provincii Alicante činila v tomtéž období 464,9 EUR/m^2.

Vzhledem k tomu, že cena pozemků, které lze použít pro městskou zástavbu, velmi úzce souvisí s cenou nemovitostí, cenový deflátor v oblasti pozemků v období od prvního čtvrtletí 2000 do čtvrtého čtvrtletí 2003 lze přibližně stanovit podle inflace, jež byla v uvedeném období zaznamenána v oblasti cen nemovitostí. Podle ministerstva pro bydlení se cena nemovitostí v Alicante v období od prvního čtvrtletí 2000 do třetího čtvrtletí 2003 zvýšila o 80,1 %.

Proto nezávisle na tom, zda se použije průměrná cena pozemků v celé provincii (234 EUR/m^2 v prvním čtvrtletí 2004), nebo průměrná cena pozemků ve větších obcích (464,9 EUR/m^2 v tomtéž období), se použitím takto vysokého deflátoru (kolem +/– 80 %) dospěje k mnohem nižší ceně pozemků v prvním čtvrtletí 2000, než je cena uvedená v posudku společnosti Euroval.

Za zmínku stojí i to, že pokud jde o vývoj cen, posudky si protiřečí. Jak bylo uvedeno výše, v posudku z roku 2000 je na straně 18 uvedeno devět transakcí včetně ceny za metr čtvereční. Tyto transakce proběhly v období od prosince 1999 do září 2000 a průměrná cena za metr čtvereční činila 1 111,7 EUR. Tato hodnota byla použita jako referenční pro kancelářské prostory v komplexu Ciudad de la Luz.

Posudek z roku 2009 používá tutéž metodiku. Na straně 18 je uvedeno sedm transakcí, které proběhly v období od dubna 2007 do prosince 2008. Průměrná hodnota těchto operací je 2 736,22 EUR za metr čtvereční. Posudek z roku 2009 poskytuje přesvědčivé důkazy, že inflace v oblasti cen nemovitostí vysoce překročila 33,5 % uvedených v posudku z roku 2000. Z porovnání obou posudků vyplývá, že inflace dosáhla 146,1 %, což přesně souhlasí s údaji ve zprávách ministerstva pro bydlení: v období od prvního čtvrtletí 2000 do druhého čtvrtletí 2008 (období, v němž byla provedena většina transakcí uvedených v posudku z roku 2009) cena nemovitostí v provincii Alicante vzrostla o 152,1 %.

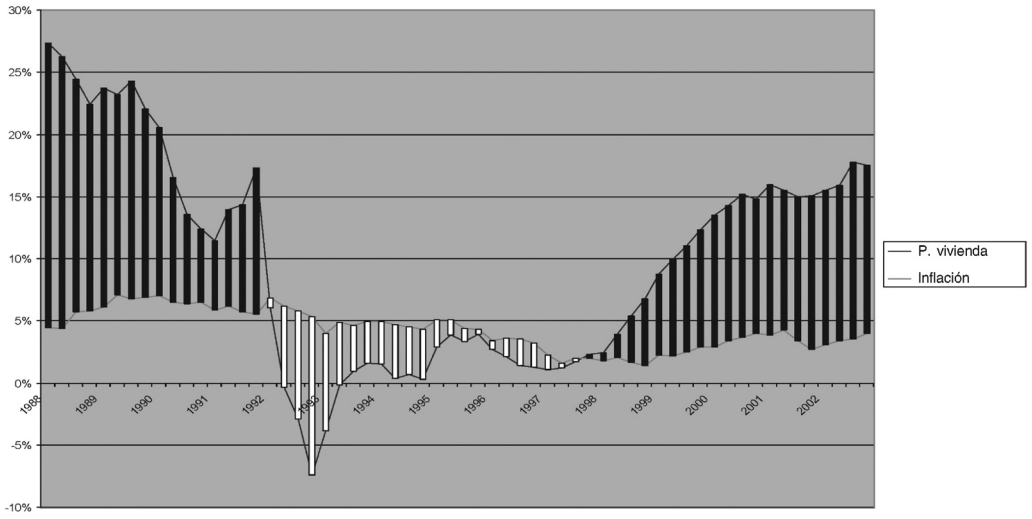
Skutečnost, že u údajů uvedených v posudku z roku 2009 byl použit pro stanovení běžných cen deflátor ve výši 15 %, nemá vzhledem k objemu dotčených údajů na celkový stav vliv.

Jako poznámku na okraj chceme také znovu zopakovat, že stanovení referenčních cen pro komplex Ciudad de la Luz pomocí cen kanceláří o malé rozloze umístěných v centru Alicante postrádá jakýkoli smysl.

Je třeba vzít v úvahu ještě další dvě skutečnosti. Za prvé, cena pozemků v dobách prudkého rozvoje trhu s nemovitostmi roste obvykle rychleji než konečná cena nemovitostí. Index cen nemovitostí inflaci v oblasti cen pozemků každopádně podceňuje. Za druhé, je pravděpodobné, že průměrná cena pozemků ve velkých obcích není pro pozemky v takové lokalitě, jako je lokalita CDL, reprezentativní. Velká část údajů použitých pro určení této průměrné ceny je kromě toho odvozena z pozemků v městských centrech nebo v jejich bezprostřední blízkosti (například na předměstí); CDL je umístěna mimo město v oblasti s řídkou (nebo žádnou) obytnou výstavbou.

Inflaci v oblasti cen nemovitostí lze navíc konzultovat v materiálu, který je používán pro výuku studentů druhého ročníku na Universidad Carlos III v Madridu a který je k dispozici na: http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/(materiales, tema I). Snímek 67 z tohoto materiálu uvádíme níže. Toto grafické znázornění je dalším potvrzením toho, že cena nemovitostí rostla mnohem rychleji než index spotřebitelských cen.

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



Původní zdroj: LA VIVIENDA EN ESPAÑA: DESGRAVACIONES, BURBUJAS Y OTRAS HISTORIAS, José García Montalvo.

Ve všech posudcích jsou argumenty, které mají podpořit tvrzení o nulových nákladech na výstavbu, málo přesvědčivé, neboť je nutné pokrýt některé dodatečné náklady.

V neposlední řadě je třeba uvést, že pokud jde o komplex kanceláří (NNT), rozdíl mezi hodnotami získanými pomocí dvou uvedených oceňovacích metod (dynamické metody výpočtu zůstatkové hodnoty a růstu indexu spotřebitelských cen), který činí 35 % (2002) nebo je větší než 50 % (2000), nasvědčuje tomu, že ocenění je velmi spekulativní.

4.1.b) Posudky týkající se ocenění pozemku určeného pro stavbu hotelového komplexu (parcela NNH)

Posudky z let 2000 a 2002 týkající se druhého pozemku (NNH) mají tatáž omezení (použití nevhodného deflátoru, chybějící odůvodnění pro nepoužití oceňovacích metod podle španělských právních předpisů atd.). Jak bylo uvedeno výše, žádný z těchto posudků není podepsaný ani opatřený razítkem.

Je však záhodno učinit několik dalších připomínek. Posudky z let 2000 a 2002 stanovují referenční ceny pro hotelové pokoje na základě průměrných cen. Není však uvedeno, z jakého zdroje byly tyto informace získány, ani není jasné, zda se týkají provincie Alicante (posudek z roku 2002), nebo celé autonomní oblasti Valencie (posudek z roku 2000).

Výsledná průměrná cena v posudku z roku 2000 je 44,95 EUR/noc, v posudku z roku 2002 je to 47,65 EUR/noc. Ačkoliv není uveden zdroj na podporu těchto hodnot, zdají se být v souladu s výše uvedenými cenami.

Posudek z roku 2009 však pro určení srovnávací referenční ceny uvádí seznam šesti hotelů v dobrých lokalitách (všechny čtyř- a pětihvězdičkové). Referenční cena byla stanovena na 104 EUR/noc. Není vysvětleno, proč v tomto případě byla pro stanovení referenčních cen použita jiná metodika, než jaká byla použita v posudcích z let 2000 a 2002.

Důležitější však je, že analýza se z těžko pochopitelných důvodů soustřeďuje výlučně na čtyř- a pětihvězdičkové hotely. Nasvědčuje snad něco tomu, že by existovala poptávka po hotelech této kategorie umístěných mimo Alicante v blízkosti dálnice a průmyslové zóny?

Zvláštní v této souvislosti je, že byl opominut jediný hotel v blízkosti komplexu CDL, a sice hotel řetězce IBIS s cenami od 49 EUR za noc *v létě 2010* (http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml, návštěva stránek dne 24. února 2010). Další zajímavostí je, že v luxusních apartmánech u golfového hřiště (a relativně blízko CDL) bylo v srpnu 2010 požadováno 80 EUR za noc (hlavní sezóna, viz http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, návštěva stránek dne 24. února 2010).

Několik překvapivých tvrzení obsahuje i posudek z roku 2009 týkající se parcely NNH. Přinejmenším zvláštní a pozitivní je v prvé řadě zjištění, že metoda použitá pro ocenění je v souladu se zákonem (na straně 13 uvádí toto: „Metodickým rámcem jsou jednak kritéria uvedená v nařízení vlády ECO 805/2003 o oceňování nemovitostí, jednak zákon č. 6/1998 ze dne 13. dubna o oceňování pozemků, přičemž cílem takového oceňování je stanovení hodnoty k danému datu"), načež se na straně 25 uvádí, že posudek *nesplňuje* požadavky stanovené v nařízení vlády: „V souladu s čl. 61 odst. 1 písm. b) nařízení ECO 805/2003 z měsíce března o pravidlech oceňování nemovitého majetku se konstatuje, že tento posudek není formálně v souladu s uvedeným nařízením, protože bylo použito za jiným účelem, než co je jeho předmětem."

Zajímavý je i obrovský rozdíl v odhadu ceny za metr čtvereční u obou parcel (NNH a NNT). Ačkoliv nepopíráme, že zamýšlené užívání (kanceláře oproti hotelům) může tento odhad zčásti vysvětlit, jde o rozdíl velmi nápadný. V případě parcely určené pro stavbu hotelů se cena pohybuje v rozmezí od 144,12 EUR/m^2 v roce 2000 do 188,35 EUR/m^2 v roce 2009. U kancelářských prostor se však příslušné hodnoty pohybují od 491,64 EUR/m^2 v roce 2000 do 800 EUR/m^2 v roce 2009. Jak lze tak velký rozdíl ve vývoji cen (inflace) těchto dvou přilehlých parcel vysvětlit? Jak lze odůvodnit rozdíl vyšší než 300 %?

Máme z toho vyvodit závěr, že tento rozdíl je zapříčiněn tím, že metodika použitá pro ocenění parcely určené pro stavbu hotelů se více blíží pravidlům stanoveným zákonem? Nebo ho máme přičítat větší transparentnosti ceny za jednu noc v hotelu?

Rovněž se uvádí, že variabilní náklady představují 50 % příjmů (například v posudku z roku 2009, strany 18–19). Z čeho vychází odhad tak vysokých marží?

Náklady na stavební práce se vypočítávají na základě modulu referenčních cen. V posudcích z let 2000 a 2002 byly použity správné údaje, ale v případě posudku z roku 2009 se používá údajů z roku 2006. Proč?

4.2 *Riziková prémie*

Posudky rovněž přiznávají, že investice do hotelových zařízení představuje vyšší míru rizika než investice do kancelářských prostor (viz například posudek z roku 2000, strany 12 a 26). Španělské orgány zamýšlely stavbu hotelového komplexu po celou dobu.

Posudek taktéž uvádí, že diskontní sazba či aktualizace se vypočítává podle následujícího vzorce (strana 16 posudku z roku 2000):

i = Bezriziková sazba + riziková prémie

Tabulka na téže straně uvádí minimální rizikové prémie, které musejí být použity. Příslušné prémie překračují očekávanou návratnost investice do Ciudad de la Luz *ex ante*.

Riziková prémie použitá při výpočtech uvedených v posudku z roku 2000 na straně 21 (10 %) je nižší než riziková prémie uvedená v příslušné tabulce na straně 16 (11 %).

4.3 *Věrohodné ocenění*

Pro získání věrohodného ocenění pozemků měly být použity ceny, jež platily kolem roku 2000 pro několik parcel obdobných co do velikosti a umístění (blízko průmyslové zóny Aguas Amargas) a co do jejich užívání v terciární nebo hotelové sféře.