II

(Μη νομοθετικές πράξεις)

ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ

ΑΠΟΦΑΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

της 8ης Μαΐου 2012

σχετικά με την κρατική ενίσχυση SA.22668 [C 8/08 (πρώην NN 4/08)]

[κοινοποιηθείσα υπό τον αριθμό C(2012) 3025]

(Το κείμενο στην ισπανική γλώσσα είναι το μόνο αυθεντικό)

(Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ)

(2013/126/ΕΕ)

Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ,

Έχοντας υπόψη τη Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, και ιδίως το άρθρο 108 παράγραφος 2 πρώτο εδάφιο,

Έχοντας υπόψη τη συμφωνία για τον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο, και ιδίως το άρθρο 62 παράγραφος 1 στοιχείο α),

Αφού κάλεσε τα ενδιαφερόμενα μέρη να υποβάλουν τις παρατηρήσεις τους σύμφωνα με τις προαναφερθείσες διατάξεις ([1]) και έχοντας υπόψη τις εν λόγω παρατηρήσεις,

Εκτιμώντας τα ακόλουθα:

I. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ

(1) Στις 22 Φεβρουαρίου 2007 η Επιτροπή έλαβε από τον καταγγέλλοντα Α ([2]) καταγγελία κρατικής ενίσχυσης, η οποία αφορούσε ισχυρισμούς περί χορήγησης ενίσχυσης στο συγκρότημα κινηματογραφικών γυρισμάτων Ciudad de la Luz από την περιφέρεια της Βαλένθια. Στις 15 Μαρτίου 2007, ο καταγγέλλων Α επιβεβαίωσε ότι η καταγγελία του μπορούσε να διαβιβασθεί στις ισπανικές αρχές.

(2) Στις 10 Απριλίου 2007 η Επιτροπή διαβίβασε την πλήρη καταγγελία στις ισπανικές αρχές, ζητώντας πληροφορίες σχετικά με την εικαζόμενη ενίσχυση. Η Επιτροπή δεν είχε λάβει καμία προγενέστερη κοινοποίηση σχετικά με οποιαδήποτε μέτρα στήριξης της κινηματογραφικής παραγωγής στη Βαλένθια για έγκριση κρατικής ενίσχυσης.

(3) Αφού ζήτησαν παράταση της προθεσμίας στις 18 Απριλίου 2007 (η οποία εγκρίθηκε στις 24 Απριλίου), οι ισπανικές αρχές απάντησαν στο αίτημα της Επιτροπής για παροχή πληροφοριών στις 15 Ιουνίου 2007.

(4) Στις 30 Απριλίου 2007 ο καταγγέλλων Α παρέσχε συνδέσμους σε άρθρα που δημοσιεύθηκαν στο περιοδικό *Variety*, τα οποία ισχυρίζεται ότι κάνουν λόγο για τις επιδοτήσεις παραγωγής που προσφέρθηκαν για γυρίσματα στη Βαλένθια και επιβεβαιώνουν ότι το συγκρότημα Ciudad de la Luz προσέλκυε κινηματογραφικές παραγωγές υψηλού προϋπολογισμού ([3]).

(5) Η Επιτροπή ζήτησε συμπληρωματικές πληροφορίες από τις ισπανικές αρχές στις 13 Ιουλίου 2007. Αφού ζήτησαν παράταση της προθεσμίας στις 18 Ιουλίου 2007 (η οποία εγκρίθηκε στις 19 Ιουλίου), οι ισπανικές αρχές ανταποκρίθηκαν στο αίτημα της Επιτροπής για παροχή πληροφοριών στις 8 Οκτωβρίου 2007.

(6) Στις 15 Ιουλίου 2007 η Επιτροπή έλαβε καταγγελία από τον καταγγέλλοντα Β ([4]). Αφού έλαβε τη συγκατάθεση του καταγγέλλοντος, η Επιτροπή διαβίβασε στις ισπανικές αρχές τη σχετική καταγγελία στις 2 Αυγούστου 2007.

(7) Με επιστολή της 13ης Φεβρουαρίου 2008, η Επιτροπή ενημέρωσε τις ισπανικές αρχές σχετικά με την απόφασή της να κινήσει τη διαδικασία που προβλέπεται στο άρθρο 108 παράγραφος 2 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης σχετικά με τις κρατικές ενισχύσεις. Η Ισπανία απάντησε σχετικά στις 28 Απριλίου 2008.

(8) Η απόφαση της Επιτροπής να κινήσει τη διαδικασία δημοσιεύθηκε στην *Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης* ([5]). Η Επιτροπή κάλεσε τα ενδιαφερόμενα μέρη να υποβάλουν τις παρατηρήσεις τους επί της κρατικής ενίσχυσης.

([1]) ΕΕ C 134 της 31.5.2008, σ. 21.

([2]) Ο καταγγέλλων Α είναι ένα μεγάλο ευρωπαϊκό συγκρότημα κινηματογραφικών γυρισμάτων. Έχει ζητήσει να μη δημοσιοποιηθούν τα στοιχεία του.

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

([4]) Ο καταγγέλλων Β είναι σημαντική εταιρεία του ευρωπαϊκού κινηματογραφικού τομέα. Έχει ζητήσει επίσης να μην δημοσιοποιηθούν τα στοιχεία του.

([5]) Βλέπε υποσημείωση 1.

(9) Η Επιτροπή έλαβε από τα ενδιαφερόμενα μέρη παρατηρήσεις, τις οποίες διαβίβασε στην Ισπανία στις 3 Οκτωβρίου 2008. Οι αντίστοιχες παρατηρήσεις των ισπανικών αρχών παρελήφθησαν στις 21 Νοεμβρίου 2008 και στις 29 Δεκεμβρίου 2008.

(10) Κατόπιν συνάντησης που πραγματοποιήθηκε μεταξύ της Επιτροπής και των ισπανικών αρχών στις 11 Φεβρουαρίου 2009, η Ισπανία προσκόμισε συμπληρωματικές πληροφορίες στις 30 Μαρτίου 2009.

(11) Στις 26 Αυγούστου 2009 η Επιτροπή απέστειλε στην Ισπανία νέο αίτημα για παροχή πληροφοριών, στο οποίο οι ισπανικές αρχές απάντησαν στις 20 Οκτωβρίου 2009 και προσκόμισαν συμπληρωματικά πληροφοριακά στοιχεία την 1η Φεβρουαρίου 2010.

(12) Στις 24 Μαΐου 2011 η Επιτροπή απηύθυνε στην Ισπανία νέο αίτημα για παροχή πληροφοριών, ενημερώνοντας επίσης την Ισπανία για τον διορισμό ανεξάρτητου οικονομικού συμβούλου, της εταιρείας Ecorys. Η Ισπανία απάντησε στις 7 Ιουνίου 2011 και η Επιτροπή της απέστειλε τη δική της απάντηση στις 22 Ιουλίου 2011.

(13) Την 1η Αυγούστου 2011 η Επιτροπή απέστειλε στην Ισπανία το τελευταίο της αίτημα για παροχή πληροφοριών, στο οποίο συμπεριέλαβε την έκθεση που κατάρτισε η Ecorys. Η Ισπανία υπέβαλε τις παρατηρήσεις της επί της έκθεσης Ecorys στις 3 Οκτωβρίου 2011 και παρέσχε περαιτέρω στοιχεία σχετικά με τη δημόσια επένδυση στο συγκρότημα Ciudad de la Luz SAU στις 11 Απριλίου 2012.

II. ΑΝΑΛΥΤΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ

(14) Η Ciudad de la Luz είναι ένα μεγάλο συγκρότημα κινηματογραφικών γυρισμάτων λίγο έξω από την πόλη του Αλικάντε (Βαλένθια). Η περιφερειακή διοίκηση της Βαλένθια (*Generalitat Valenciana*) έλαβε την αρχική της απόφαση να επενδύσει στο έργο Ciudad de la Luz στις 24 Οκτωβρίου 2000.

(15) Η εταιρεία Ciudad de la Luz SA ιδρύθηκε στις 2 Νοεμβρίου 2000, με σκοπό την άσκηση των αναγκαίων δραστηριοτήτων για την προώθηση, οργάνωση και διαχείριση των υποδομών «Ciudad de la Luz», συμπεριλαμβανομένης της ανέγερσης, διαχείρισης και εκμετάλλευσης οπτικοακουστικών και κινηματογραφικών εγκαταστάσεων, καθώς και άλλων συναφών δραστηριοτήτων αναψυχής και φιλοξενίας.

(16) Το 75 % του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου, ύψους 600 000 ευρώ, του συγκροτήματος Ciudad de la Luz SA ανήκε στην εταιρεία Parque Temático de Alicante SAU, μετέπειτα Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (SPTCV). Η SPTCV είναι εταιρεία δημοσίου δικαίου, η οποία ασκεί επενδυτικές δραστηριότητες εξ ονόματος της περιφερειακής διοίκησης της Βαλένθια. Το υπόλοιπο 25 % ανήκε στην Producciones Aguamarga SL, εταιρεία ιδιωτικού δικαίου η οποία ήταν υπεύθυνη για τα υπόλοιπα κατασκευαστικά έργα, για την προώθηση του συγκροτήματος Ciudad de la Luz και για τη διαχείριση των εγκαταστάσεων κινηματογραφικών γυρισμάτων.

(17) Τον Νοέμβριο του 2001 το μετοχικό κεφάλαιο αυξήθηκε σε 9 εκατ. ευρώ, με την εξαγορά όλων των επιπλέον μετοχών από την SPTCV, η οποία αύξησε τελικά το ποσοστό συμμετοχής της στο 98,4 %. Τον Φεβρουάριο του 2003 και τον Μάιο του 2004 η SPTCV αύξησε περαιτέρω τη συμμετοχή της, μέσω παρόμοιων εξαγορών νέου μετοχικού κεφαλαίου. Τον Ιούλιο του 2004 η Producciones Aguamarga πούλησε το μερίδιό της, ύψους 0,2 %, από το συγκρότημα Ciudad de la Luz SA ([6]) στην SPTCV (έναντι του ποσού των 139 059 ευρώ). Έκτοτε, η περιφερειακή διοίκηση της Βαλένθια κατέχει, μέσω της SPTCV, το 100 % του μετοχικού κεφαλαίου της Ciudad de la Luz SAU. Από εκείνη τη χρονική στιγμή και εξής, η Ciudad de la Luz SAU αποτελεί δημόσια επιχείρηση, η οποία ανήκει εξ ολοκλήρου στην κυριότητα της SPTCV και υπόκειται στις διατάξεις του δημοσίου δικαίου όσον αφορά τις διαδικασίες διαγωνισμών και χρηματοπιστωτικής εποπτείας. Ωστόσο, η Ciudad de la Luz εξακολουθεί να τελεί υπό τη διαχείριση της Producciones Aguamarga.

(18) Το συγκρότημα άνοιξε για κινηματογραφικά γυρίσματα τον Αύγουστο του 2005. Έχοντας σχεδιαστεί με σκοπό τη φιλοξενία των μεγαλύτερων κινηματογραφικών παραγωγών, τα κατασκευαστικά έργα ξεκίνησαν το 2002 και διακρίνονταν σε τρία στάδια:

— στάδιο 1 (ολοκληρώθηκε): 6 κλιματιζόμενα ηχομονωτικά πλατό, συνολικής επιφάνειας 11 000 m^2, με βοηθητικά κτίρια παραγωγής, 15 050 m^2 συνεργείων/αποθηκευτικών χώρων και 2 χώρους εξωτερικών γυρισμάτων (υπαίθρια πλατό) συνολικής επιφάνειας 14 εκταρίων,

— στάδιο 2 (ολοκληρώθηκε μετά την έναρξη της επίσημης έρευνας): εγκαταστάσεις τροφοδοσίας, ένα κτίριο διοίκησης, ένα εργαστήριο μεταπαραγωγής και ένας τρίτος χώρος εξωτερικών γυρισμάτων (υπαίθριο πλατό) 5 εκταρίων, με δεξαμενή γυρισμάτων υδάτινου περιβάλλοντος,

— στάδιο 2Β (τα έργα δεν έχουν ξεκινήσει): μία μεγάλη, βαθιά δεξαμενή νερού φυσικού ορίζοντα,

— στάδιο 3 (τα έργα δεν έχουν ξεκινήσει): ηχομονωτικό πλατό έκτασης 5 000 m^2 (το οποίο προβλεπόταν να είναι το μεγαλύτερο στον κόσμο), άλλος ένας χώρος υπαίθριου πλατό και 4 τηλεοπτικά στούντιο.

(19) Το συγκρότημα κινηματογραφικών γυρισμάτων στεγάζει επίσης μια πανεπιστημιακή σχολή αποκλειστικά για σπουδές οπτικοακουστικής παραγωγής (κινηματογράφος, τηλεόραση, ραδιόφωνο, διαδίκτυο), η οποία απονέμει μεταπτυχιακούς τίτλους σπουδών που καλύπτουν όλες τις πτυχές της παραγωγής (καλλιτεχνική παραγωγή, τεχνική εμπορία, επικοινωνία). Στα αρχικά σχέδια του 2000 περιλαμβάνονταν και άλλες συμπληρωματικές επενδύσεις σε παρακείμενα εμπορικά κέντρα, ξενοδοχεία, καθώς και σε ένα συγκρότημα αθλητικών εγκαταστάσεων, οι οποίες επρόκειτο να αποφέρουν θετικές

([6]) Με την κεφαλαιακή μεταβίβαση της 7ης Οκτωβρίου 2004, η εταιρεία Ciudad de la Luz SA αναδιαρθρώθηκε δημιουργώντας τη Ciudad de la Luz SAU, μονοπρόσωπη ανώνυμη εταιρεία (*sociedad anónima unipersonal*), της οποίας το συνολικό μετοχικό κεφάλαιο κατέχει η SPTCV.

ταμειακές εισροές για το έργο, αλλά δεν έχουν αναπτυχθεί έως σήμερα. Παρότι η Generalitat εξασφάλισε τις απαραίτητες εκτάσεις το 2004 και οι προσκλήσεις υποβολής προσφορών για την άσκηση των αντίστοιχων εμπορικών δραστηριοτήτων υπό καθεστώς παραχώρησης προκηρύχθηκαν το 2005, οι προσφορές δεν ήταν αρκετά ελκυστικές και δεν δόθηκε συνέχεια στις συμπληρωματικές επενδύσεις.

(20) Ορισμένα στοιχεία των εγκαταστάσεων «τελευταίας τεχνολογίας» προσέδωσαν στη Ciudad de la Luz ισχυρό προβάδισμα έναντι των ευάριθμων ανταγωνιστικών μεγάλων συγκροτημάτων κινηματογραφικών γυρισμάτων στην Ευρώπη από πλευράς δυνατοτήτων κινηματογραφικών παραγωγών υψηλού προϋπολογισμού. Για παράδειγμα, το ηχομονωτικό πλατό συνολικής επιφάνειας 5 000 m^2 που περιλαμβανόταν στα αρχικά σχέδια για τη Ciudad de la Luz προβλεπόταν να είναι το μεγαλύτερο πλατό παγκοσμίως ([7]). Η Επιτροπή επισημαίνει ότι τα μεγάλα ηχομονωτικά πλατό παρουσιάζουν ενδιαφέρον μόνο για μεγάλες κινηματογραφικές παραγωγές.

(21) Μέχρι πρότινος, οι εγκαταστάσεις των κινηματογραφικών γυρισμάτων τελούσαν υπό τη διαχείριση της Aguamarga Gestión de Estudios SL, η οποία ενεργούσε ως εκπρόσωπος του συγκροτήματος κινηματογραφικών γυρισμάτων έναντι αμοιβής, βάσει πολυετούς σύμβασης διαχείρισης που είχε συναφθεί με τον μέτοχο.

Οι δημόσιες επενδύσεις εκ μέρους της SPTCV και τα επιχειρηματικά σχέδια της Ciudad de la Luz

(22) Πριν από την έναρξη των κατασκευαστικών έργων, κατά την περίοδο 1999-2000, η σκοπιμότητα, το πεδίο εφαρμογής και οι στρατηγικές κατευθυντήριες γραμμές της ανάπτυξης της Ciudad de la Luz είχαν αναλυθεί από ανεξάρτητους συμβούλους στο πλαίσιο τεσσάρων μελετών που υπέβαλε η Ισπανία κατά τη διάρκεια της επίσημης διαδικασίας έρευνας.

(23) Το αντικείμενο των εν λόγω μελετών ήταν η διερεύνηση των προοπτικών αύξησης του αριθμού των κινηματογραφικών παραγωγών ([8]), η σύγκριση με εναλλακτικές τοποθεσίες στην περιφέρεια της Βαλένθια για την κατασκευή των υποδομών κινηματογραφικών γυρισμάτων ([9]) και η κατάρτιση προκαταρκτικής ανάλυσης ([10]) και επιχειρηματικού σχεδίου ([11]) για το συγκρότημα κινηματογραφικών γυρισμάτων. Οι μελέτες αυτές δεν είχαν υποβληθεί από τις ισπανικές αρχές πριν από την απόφαση της Επιτροπής να κινήσει επίσημη έρευνα κρατικής ενίσχυσης σχετικά με το έργο. Τα στοιχεία που περιέχονται στην απόφαση κίνησης της διαδικασίας, της 22ας Φεβρουαρίου 2008, προέρχονται από μελέτη (της εταιρείας Consultia) η οποία, σύμφωνα με την ενημέρωση που παρείχαν οι ισπανικές αρχές στην Επιτροπή, εκπονήθηκε το 2002. Εντούτοις, μετά τη λήψη της απόφασης κίνησης της διαδικασίας, η Ισπανία ενημέρωσε εκ των υστέρων την Επιτροπή ότι η συγκεκριμένη μελέτη είχε εκπονηθεί το 2004.

(24) Τα συμπεράσματα του επιχειρηματικού σχεδίου του 2000 που κατάρτισε η εταιρεία Arthur Andersen ([12]) ήταν θετικά, συμπεριλαμβανομένων των προοπτικών οικονομικής αποδοτικότητας σε μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Οι θετικές ταμειακές ροές του έργου για το συγκρότημα κινηματογραφικών γυρισμάτων τεκμηριώνονταν για χρονική περίοδο πέντε ετών (2002-2006) από την ολοκλήρωση της ανέγερσης των κτιρίων κινηματογραφικών γυρισμάτων, ενός συνεδριακού κέντρου και μιας σχολής κινηματογραφικών και τηλεοπτικών τεχνικών.

(25) Το κόστος κατασκευής των τριών σταδίων εκτιμάτο στο ποσό των 16,9 δισεκατ. πεσετών (101,7 εκατ. ευρώ), χωρίς να συμπεριλαμβάνεται το κόστος των οικοπέδων, ενώ στο επιχειρηματικό σχέδιο αναφερόταν ότι οι δαπάνες ενδέχεται να διαφοροποιούνταν κατά +/– 30 %. Επίσης, δεν παρεχόταν εκτίμηση του κόστους των μεταγενέστερων σταδίων για την περάτωση του έργου.

(26) Βάσει του ανωτέρω επιχειρηματικού σχεδίου, κατά την περίοδο μεταξύ 2000 και 2004, η SPTCV προέβη ή δεσμεύτηκε να προβεί σε επενδύσεις στη Ciudad de la Luz μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου και αγοράς οικοπέδων συνολικής αξίας 104 259 759 ευρώ. Βλέπε αναλυτικά στοιχεία στην αιτιολογική σκέψη 53.

(27) Δεδομένου ότι τα κατασκευαστικά έργα ολοκληρώθηκαν δύο έτη μετά την προβλεπόμενη προθεσμία και το επενδυτικό χρονοδιάγραμμα τροποποιήθηκε κατά τρόπον ώστε να επεκταθεί σε σημαντικό βαθμό, το 2004 η Ciudad de la Luz/SPTCV ανέθεσε στην Consultia την εκπόνηση νέας μελέτης και νέου επιχειρηματικού σχεδίου ([13]). Η μελέτη της Consultia κατέληγε εξίσου σε θετικό συμπέρασμα σχετικά με την οικονομική αποδοτικότητα του έργου, με ένα επιχειρηματικό σχέδιο για την περίοδο 2004-2014 που παρουσίαζε θετικές αποδόσεις για την επένδυση της SPTCV έως το 2014 και σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

(28) Το μερίδιο της Producciones Aguamarga SL στη Ciudad de la Luz SA εξαγοράστηκε από την SPTCV τον Ιούλιο του 2004 έναντι του ποσού των 139 059 ευρώ. Σε αντίθεση με την SPTCV, η Producciones Aguamarga SL δεν είχε προβεί σε περαιτέρω επενδύσεις στη Ciudad de la Luz SA μετά την αρχική της επένδυση ύψους 150 000 ευρώ τον Νοέμβριο του 2000. Ως εκ τούτου, το μερίδιο της Producciones Aguamarga στη Ciudad de la Luz SA είχε μειωθεί στο 0,2 % κατά τον χρόνο εξαγοράς του από την SPTCV. Κατόπιν αυτής της συναλλαγής, η εταιρεία κατέστη αμιγώς δημόσια επιχείρηση και αναδιαρθρώθηκε, συνεπώς, σε Ciudad de la Luz SAU.

([7]) Πηγή: άρθρο του περιοδικού *Hollywood Reporter* με τίτλο «Let there be light» — 31 Οκτωβρίου 2006: http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371

([8]) Παράρτημα I της απάντησης της Ισπανίας της 28ης Απριλίου 2008: «La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento» (*Estudios e Investigationes Audiovisuales* – Ιανουάριος 1999).

([9]) Παράρτημα IV της απάντησης της Ισπανίας της 28ης Απριλίου 2008: «Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana – Συνοπτική παρουσίαση» (PriceWaterhouseCoopers - 30 Ιανουαρίου 2000).

([10]) Παράρτημα II της απάντησης της Ισπανίας της 28ης Απριλίου 2008: «Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana – Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto» (Arthur Andersen, άνευ ημερομηνίας).

([11]) Παράρτημα III της απάντησης της Ισπανίας της 28ης Απριλίου 2008: «Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana» (Arthur Andersen, άνευ ημερομηνίας).

([12]) Βλέπε υποσημείωση 10.

([13]) Παράρτημα VI της απάντησης της Ισπανίας της 28ης Απριλίου 2008: «Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004-2014» (Consultia IT – 7 Μαΐου 2004).

(29) Βάσει του τροποποιημένου προγράμματος εργασιών και επιχειρηματικού σχεδίου, η SPTCV, ως μοναδικός μέτοχος, χορήγησε δύο συμμετοχικά δάνεια, ήτοι ένα δάνειο ύψους 95 εκατ. ευρώ το 2005 και ένα δεύτερο ύψους 20 εκατ. ευρώ το 2007. Στους λογαριασμούς της Ciudad de la Luz SAU κατά την 31η Δεκεμβρίου 2010, τους οποίους προσκόμισαν οι ισπανικές αρχές τον Απρίλιο του 2012, εμφανίζεται ότι η SPTCV προέβη την περίοδο 2008-2010 σε νέες επενδύσεις συνολικού ύψους 45 829 840 ευρώ υπό μορφή μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου. Οι ίδιοι λογαριασμοί καταδεικνύουν επίσης ότι η SPTCV δικαιούνταν τόκους επί των συμμετοχικών δανείων του 2005 και του 2009 συνολικού ποσού 7 222 160 ευρώ για τα έτη 2009 και 2010, επιπλέον των μη καταβληθέντων τόκων ύψους 1 814 187 ευρώ επί του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου που είχαν συσσωρευτεί έως την 31η Δεκεμβρίου 2010. Κατά συνέπεια, η επένδυση δημόσιων πόρων στη Ciudad de la Luz από τη SPTCV, συμπεριλαμβανομένων των εκκρεμών τόκων επί των χορηγηθέντων δανείων, ανερχόταν έως τα τέλη του 2010 στο συνολικό ποσό των 274 125 946 ευρώ.

Εμπορική στρατηγική και επιχειρηματικά αποτελέσματα της Ciudad de la Luz

(30) Στο επιχειρηματικό σχέδιο του 2000 η Ciudad de la Luz επιδίωκε να αποτελέσει το δεύτερο μεγαλύτερο σε δυναμικότητα συγκρότημα κινηματογραφικών γυρισμάτων στην Ευρώπη (μετά την Pinewood) και να προσελκύσει ισπανικές παραγωγές (κινηματογράφος, τηλεόραση και διαφημιστικά μηνύματα), συμπληρώνοντας τη δραστηριότητά της με έναν στόχο δεκαέξι ξένων (ευρωπαϊκών και αμερικανικών) κινηματογραφικών παραγωγών ετησίως. Στο αναθεωρημένο επιχειρηματικό σχέδιο του 2004 κρίθηκε σκόπιμο να συμπεριληφθεί μεταξύ των στρατηγικών στόχων της Ciudad de la Luz η καθιέρωση μεγάλων κινηματογραφικών και τηλεοπτικών παραγωγών ως βασικών πελατών της.

(31) Στο επιχειρηματικό σχέδιο του 2004 αναφερόταν ότι οι κύριοι διεθνείς ανταγωνιστές της Ciudad de la Luz είναι σημαντικά συγκροτήματα κινηματογραφικών γυρισμάτων που δραστηριοποιούνται εκτός των ΗΠΑ, ιδίως εκείνα που παρουσιάζουν παρεμφερή χαρακτηριστικά με τη Ciudad de la Luz, ειδικότερα τα συγκροτήματα Pinewood-Shepperton (Ηνωμένο Βασίλειο), Cinecitta (Ιταλία), Barrandov (Τσεχική Δημοκρατία), Babelsberg (Γερμανία), Cinecite Montreal & Lions Gate (Καναδάς) και Warner Roadshow & Fox (Αυστραλία).

(32) Στο αρχικό επιχειρηματικό σχέδιο του 2000, οι προβλεπόμενες τιμολογήσεις για υπηρεσίες κινηματογραφικών γυρισμάτων (π.χ. μίσθωση υπαίθριων πλατό, συνεργεία) είχαν υπολογιστεί εντός του εύρους τιμών που εφάρμοζαν συγκρίσιμα συγκροτήματα κινηματογραφικών γυρισμάτων στην ΕΕ (δηλαδή τα συγκροτήματα Shepperton και Elstree στο Ηνωμένο Βασίλειο και Babelsberg στη Γερμανία). Το αναθεωρημένο επιχειρηματικό σχέδιο του 2004 παρουσιάζει επίσης ένα μοντέλο στρατηγικής τιμολόγησης με σημείο αναφοράς τις τιμολογήσεις που εφαρμόζουν συγκροτήματα διεθνούς κύρους, με χρεώσεις περίπου 15-20 % φθηνότερες έναντι των καταξιωμένων συγκροτημάτων που κατέχουν ηγετική θέση στην αγορά (ΗΠΑ και Pinewood στο ΗΒ), αλλά κατά 50 %-100 % ακριβότερες σε σύγκριση με άλλα συγκροτήματα της ΕΕ (Barrandov στην Τσεχική Δημοκρατία και Babelsberg στη Γερμανία).

(33) Στην πράξη, οι εθνικοί και διεθνείς στόχοι της επιχειρηματικής στρατηγικής της Ciudad de la Luz δεν έχουν υλοποιηθεί. Από τις 33 ταινίες που γυρίστηκαν στη Ciudad de la Luz την περίοδο 2005-2009, οι 28 ήταν ισπανικές παραγωγές και μόνο 5 αποτελούσαν συμπαραγωγές της ΕΕ (Ελλάδα, Γαλλία). Εκτός από ορισμένες σποραδικές εξέχουσες περιπτώσεις σημαντικών ευρωπαϊκών συμπαραγωγών, όπως η ταινία *Ο Αστερίξ στους Ολυμπιακούς Αγώνες* και, πρόσφατα, μια αμερικανο-ισπανική συμπαραγωγή, ουσιαστικά οι ταινίες που γυρίστηκαν στη Ciudad de la Luz από τότε που ξεκίνησε τη δραστηριότητά της, τον Αύγουστο του 2005, είναι κατά κύριο λόγο ισπανικές παραγωγές εθνικής εμβέλειας.

(34) Παρά τις προοπτικές που περιγράφονται στο επιχειρηματικό σχέδιο του 2004, οι οποίες προσδιορίζουν το 2010 ως το πρώτο έτος (συντηρητικών) θετικών αποτελεσμάτων χρήσης, η εμπορική εκμετάλλευση της Ciudad de la Luz είναι έως σήμερα ζημιογόνα. Έως τα τέλη του 2010, η Ciudad de la Luz κατέγραφε σωρευτικές ζημίες ύψους 84 εκατ. ευρώ, έναντι των σωρευτικών κερδών ύψους 12 εκατ. ευρώ που προέβλεπε για την ίδια χρονολογία το επιχειρηματικό σχέδιο του 2004. Σε σύγκριση με τα προαναφερθέντα συγκροτήματα κινηματογραφικών γυρισμάτων, η Ciudad de la Luz δεν έχει κατορθώσει έως σήμερα να προσελκύσει τον επιδιωκόμενο αριθμό μη ισπανικών παραγωγών και τα αποτελέσματα είναι χαμηλότερα από τα προσδοκώμενα, ακόμη και για την ισπανική ζήτηση. Επίσης, οι λειτουργικές ζημίες είναι μεγαλύτερες από ό,τι αναμενόταν.

Λόγοι κίνησης της διαδικασίας

(35) Αφορμή για την έναρξη της έρευνας από την Επιτροπή αποτέλεσε η καταγγελία που υπέβαλε το 2007 ο καταγγέλλων Α, καθώς και η επακόλουθη καταγγελία που υπέβαλε ο καταγγέλλων Β, αμφότεροι εξέχοντες παράγοντες του κινηματογραφικού τομέα σε διαφορετικά κράτη μέλη. Στις καταγγελίες διατυπώνονται ισχυρισμοί περί παράνομης χορήγησης κρατικής ενίσχυσης στο πλαίσιο της δημόσιας χρηματοδότησης της Ciudad de la Luz και, ειδικότερα, στο πλαίσιο του συστήματος ειδικών κινήτρων που εφαρμόζει η Ciudad de la Luz για την παραγωγή κινηματογραφικών ταινιών.

(36) Όπως προαναφέρθηκε, όταν η Επιτροπή κίνησε την επίσημη διαδικασία έρευνας τον Φεβρουάριο του 2008, η μοναδική βάση για τη λήψη της επενδυτικής απόφασης που είχαν παράσχει οι ισπανικές αρχές ήταν το επιχειρηματικό σχέδιο της Consultia, το οποίο εικάζεται ότι είχε καταρτιστεί το 2002. Κατόπιν προκαταρκτικής εκτίμησης που διενήργησε, η Επιτροπή διατηρούσε σοβαρές αμφιβολίες ως προς το κατά πόσον ένας ιδιώτης επενδυτής θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει υπό τους ίδιους όρους και στην ίδια κλίμακα με την περιφερειακή διοίκηση της Βαλένθια.

(37) Όσον αφορά την πιθανή συμβατότητα της ενίσχυσης, η Επιτροπή δεν είχε στη διάθεσή της κανένα πληροφοριακό στοιχείο το οποίο να της δίνει τη δυνατότητα να διακριβώσει αν

πληρούνταν οι προϋποθέσεις των κατευθυντήριων γραμμών περιφερειακών ενισχύσεων που ήταν εφαρμοστέες στην περιφέρεια της Βαλένθια εκείνη την περίοδο (2000-2004). Η Επιτροπή διατηρούσε επίσης επιφυλάξεις όσον αφορά τη δυνατότητα εφαρμογής της πολιτιστικής εξαίρεσης που προβλέπεται στο άρθρο 107 παράγραφος 3 στοιχείο δ) της Συνθήκης, διότι η Ciudad de la Luz δεν προωθούσε τον πολιτισμό ή τη διατήρηση της πολιτιστικής κληρονομιάς, μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για οιοδήποτε είδος οπτικοακουστικών έργων, συμπεριλαμβανομένων των διαφημιστικών μηνυμάτων, και ασκούσε ανταγωνιστική δραστηριότητα έναντι άλλων φορέων εκμετάλλευσης με σκοπό την προσέλκυση εμπορικών παραγωγών.

(38) Επιπροσθέτως, η Επιτροπή επισήμανε πιθανή κρατική ενίσχυση στο πλαίσιο του συστήματος παροχής κινήτρων για την πραγματοποίηση γυρισμάτων στις εγκαταστάσεις της Ciudad de la Luz και προσδιόρισε τους σχετικούς κινηματογραφικούς παραγωγούς ως πιθανούς δικαιούχους. Τα ειδικά για την παραγωγή κινηματογραφικών ταινιών κίνητρα στόχευαν στην άσκηση συγκεκριμένων δραστηριοτήτων σε συγκεκριμένη τοποθεσία βάσει άγνωστων κριτηρίων και, ως εκ τούτου, δεν φαινόταν να τηρούν τους κανόνες που προβλέπονται στην «ανακοίνωση για τον κινηματογράφο» που έχει εκδώσει η Επιτροπή.

III. ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΩΝ ΜΕΡΩΝ

(39) Η Επιτροπή έλαβε παρατηρήσεις από δέκα συνολικά ενδιαφερόμενα μέρη. Τα τέσσερα εξ αυτών δραστηριοποιούνται στην εμπορική εκμετάλλευση εγκαταστάσεων κινηματογραφικών γυρισμάτων σε άλλα κράτη μέλη εκτός της Ισπανίας (καταγγέλλων Α, καταγγέλλων Β, Barrandov Studio και Mediterranean Film Studios Limited), άλλα πέντε δραστηριοποιούνται στον ισπανικό κινηματογραφικό τομέα (η Federación de Asociaciones de Productores Audiovisuales Españoles – FAPAE, η Associacio de directors de cinema valencians, η Empreses audiovisuals valencianes federades – EAVf, η ένωση Productors audiovisuals valencians και η Sociedad Proyectos Tematicos de la Comunidad Valenciana – SPTCV SAU), ενώ το δέκατο ήταν ένας εθνικός φορέας χρηματοδότησης κινηματογραφικών ταινιών και χάραξης πολιτικής (UK Film Council).

Οι παρατηρήσεις εν ενεργεία συγκροτημάτων κινηματογραφικών γυρισμάτων

(40) Σε εμπιστευτικό έγγραφο που υπέβαλε στις 25 Ιουνίου 2008, ο καταγγέλλων Β εκφράζει τις ανησυχίες του σχετικά με την ενίσχυση μέσω της οποίας έχει αναπτυχθεί και λειτουργεί επί του παρόντος η Ciudad de la Luz. Ισχυρίζεται ότι τα μέτρα που έχει λάβει η Επιτροπή κινώντας τη διαδικασία είναι ουσιώδους σημασίας για την εταιρεία του και τον τομέα γενικότερα.

(41) Σε εμπιστευτικό έγγραφο που υπέβαλε στις 30 Ιουνίου 2008, ο καταγγέλλων Α περιορίζεται στη διατύπωση των παρατηρήσεών του σχετικά με την ενδελεχή έρευνα επί των ακόλουθων τεσσάρων ζητημάτων: i) τις δαπάνες χρηματοδότησης του συγκροτήματος κινηματογραφικών γυρισμάτων, ii) την προσέγγιση της χρηματοδότησης «νεοσύστατων επιχειρήσεων», iii) την αποτίμηση της τελικής διάθεσης και iv) τα υπόλοιπα κίνητρα που παρέχονται από τη Ciudad de la Luz. Κατά την άποψή του, «ένας ιδιώτης επενδυτής θα θεωρούσε ως επένδυση τουλάχιστον μεσαίου κινδύνου ακόμη και μια καταξιωμένη και επικερδή επιχείρηση εκμετάλλευσης εγκαταστάσεων κινηματογραφικών γυρισμάτων […]. Η εκτίμηση αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι, παρόλο που μια επιχείρηση εκμετάλλευσης εγκαταστάσεων κινηματογραφικών γυρισμάτων είναι εξασφαλισμένη με στοιχεία ενεργητικού […], η λειτουργική της μόχλευση αναμένεται να είναι υψηλή, στοιχείο το οποίο δυσχεραίνει τις προβλέψεις κέρδους. Η αβεβαιότητα εντείνεται περαιτέρω από παράγοντες όπως ο κυκλικός χαρακτήρας του τομέα των κινηματογραφικών παραγωγών».

(42) Σύμφωνα με τον καταγγέλλοντα Α, ένα μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (WACC) της τάξεως περίπου του 15 % ενδέχεται να ενδείκνυται για καταξιωμένες επιχειρήσεις εκμετάλλευσης εγκαταστάσεων κινηματογραφικών γυρισμάτων, παρότι «οι προσδοκώμενες αποδόσεις από τους επενδυτές μετοχικού κεφαλαίου του ιδιωτικού τομέα [του καταγγέλλοντος Α] ήταν υψηλότερες από το εν λόγω ποσοστό». Κατά κανόνα, μια νεοσύστατη εταιρεία εκμετάλλευσης εγκαταστάσεων κινηματογραφικών γυρισμάτων θεωρείται από τους ιδιώτες επενδυτές ως «επιχείρηση μεσαίου έως υψηλού κινδύνου και, κατά συνέπεια, αναμένονται σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις από τις σχετικές επενδύσεις (μολονότι θα μπορούσε να γίνει αποδεκτό ένα ορισμένο χρονικό διάστημα έως ότου αποβούν κερδοφόρες). Δεδομένου ότι οι δυνατότητες δανειοδότησης των νεοσύστατων επιχειρήσεων από συμβατικές πηγές χρηματοδότησης είναι συνήθως περιορισμένες (αν όχι ανύπαρκτες), το WACC για μια νεοσύστατη επιχείρηση είναι εν γένει αυξημένο λόγω τόσο των υψηλότερων αποδόσεων ιδίων κεφαλαίων που απαιτούνται όσο και της απουσίας χρέους χαμηλότερου κόστους».

(43) Όσον αφορά την αξία της τελικής διάθεσης της Ciudad de la Luz που αναφέρεται στην απόφαση κίνησης της διαδικασίας, ο καταγγέλλων Α εκτιμά ότι δεν είναι ρεαλιστική. Διατείνεται επίσης ότι ένας ιδιώτης επενδυτής θα χαρακτήριζε εν γένει ασυνήθιστο έναν πολλαπλασιαστή κερδών προ φόρων και τόκων άνω των 12-15 μονάδων ως αντιπροσωπευτικό υποκατάστατο συντελεστή αποτίμησης.

(44) Τέλος, όσον αφορά τα παρεχόμενα κίνητρα για την προσέλκυση παραγωγών, ο καταγγέλλων Α ισχυρίστηκε ότι φαίνεται να έχουν επιδοτήσει ουσιαστικά το κόστος που βαρύνει τις εταιρείες κινηματογραφικών παραγωγών για την απόσπαση ειδικευμένου τεχνικού και βοηθητικού προσωπικού, το οποίο εικάζεται ότι ελλείπει στην περιφέρεια της Βαλένθια. Ο καταγγέλλων Α θεωρεί ότι τα εν λόγω κίνητρα έχουν σοβαρές δυσμενείς επιπτώσεις στον ανταγωνισμό, διότι το συγκρότημα κινηματογραφικών γυρισμάτων θα δυσκολευόταν περισσότερο να προσελκύσει κινηματογραφικές παραγωγές χωρίς τα εν λόγω κίνητρα.

(45) Στο αρχικό έγγραφο που υπέβαλε στις 25 Ιουνίου 2008, η εταιρεία Barrandov Studio τόνισε ότι η εικαζόμενη ενίσχυση δημιουργεί στρεβλώσεις στην οικεία αγορά και τοποθετεί σε μειονεκτική θέση άλλους ανταγωνιστές και ζήτησε μεγαλύτερη προθεσμία προκειμένου να υποβάλει περαιτέρω παρατηρήσεις λόγω του σύνθετου χαρακτήρα της υπόθεσης.

Οι εν λόγω παρατηρήσεις διαβιβάσθηκαν στην Επιτροπή στις 15 Σεπτεμβρίου 2008. Η εταιρεία Barrandov Studio συμμερίζεται τους λόγους της καταγγελίας τους οποίους προέβαλε ο καταγγέλλων Α και υπογραμμίζει ότι οι διαστάσεις και ο αριθμός των ηχομονωτικών πλατό δείχνουν ότι η δραστηριότητα της Ciudad de la Luz επικεντρώνεται σε αμερικανικές ταινίες υψηλού προϋπολογισμού παρά σε ισπανικές παραγωγές. Το χαμηλό ποσοστό επαγγελματιών και υποδομών του κινηματογραφικού τομέα στο Αλικάντε σε σύγκριση με τη Μαδρίτη ή τη Βαρκελώνη δεν υποδηλώνει εύλογη επιλογή τοποθεσίας. Από πλευράς στρατηγικής, ένας επενδυτής που δραστηριοποιείται στις επιχειρήσεις κινηματογραφικών γυρισμάτων θα επέλεγε, κατά κανόνα, να διαχωρίσει την πελατεία του σε τοπικούς πελάτες που παρέχουν σταθερό εισόδημα και σε αλλοδαπούς πελάτες που επικεντρώνονται σε ξένες παραγωγές μεγάλης κλίμακας. Η Ciudad de la Luz υιοθετεί την αντίθετη στρατηγική, η οποία βασίζεται στην παροχή υπηρεσιών κινηματογραφικών γυρισμάτων σε εξαιρετικά χαμηλές τιμές που παραβλέπουν το κόστος εγκατάστασης. Επιπλέον, δεδομένης της αβεβαιότητας που οφείλεται στη δυσχερή πρόβλεψη των εσόδων σε ορίζοντα άνω των 3-5 ετών στον συγκεκριμένο κλάδο, ένας ιδιώτης επενδυτής θα ζητούσε συνήθως πολύ ταχύτερες αποδόσεις. Κατά την άποψη της εταιρείας Barrandov, ο εν λόγω ισχυρισμός τεκμηριώνεται από ένα απόρρητο επιχειρηματικό σχέδιο που παρουσιάζει την πρόσφατη επένδυσή της σε νέες εγκαταστάσεις κινηματογραφικών γυρισμάτων, επένδυση η οποία πραγματοποιήθηκε με βάση την υπόθεση ότι θα αποδώσει καθαρά κέρδη από το δεύτερο έτος λειτουργίας των εγκαταστάσεων και ότι η διάρκεια απόσβεσης θα είναι μικρότερη από 8 έτη. Ούτε και η εταιρεία Barrandov εκτιμά ότι υπάρχει εύλογη εξήγηση για το ποσό των κερδών (341 εκατ. ευρώ) που αναμένουν οι ισπανικές αρχές έως το 2014.

(46) Στο έγγραφο που υπέβαλε στις 27 Ιουνίου 2008, η εταιρεία Mediterranean Film Studios Limited περιορίζεται στη διατύπωση παρατηρήσεων σχετικά με τις δεξαμενές ύδατος που είχε εξαγγείλει η Ciudad de la Luz. Ισχυρίζεται ότι οι δικές της δεξαμενές ύδατος είναι μοναδικές στην Ευρώπη και μπορούν να συγκριθούν μόνο με εκείνες της Fox που βρίσκονται στην Μπάχα Καλιφόρνια (Μεξικό). Δεδομένου του χαμηλού ετήσιου ποσοστού μίσθωσης των δικών της δεξαμενών ύδατος, υποστηρίζει ότι, τόσο κατά τη δική της άποψη όσο και κατά κοινή ομολογία του κλάδου, η υφιστάμενη δυναμικότητα δεξαμενών ύδατος για κινηματογραφικά γυρίσματα στην περιοχή της Μεσογείου ή στην Ευρώπη γενικότερα είναι ήδη επαρκής.

Παρατηρήσεις ενδιαφερόμενων μερών που δραστηριοποιούνται στον κινηματογραφικό τομέα στην Ισπανία

(47) Στις παρατηρήσεις της με ημερομηνία 30 Ιουνίου 2008, η Federacion de asociaciones de productores audiovisuales espanoles (FAPAE) εκτιμά ότι η Ciudad de la Luz έχει εντείνει τον ανταγωνισμό στην αγορά μεγάλων εγκαταστάσεων κινηματογραφικών παραγωγών και ότι οι καταγγέλλοντες επιθυμούν απλώς να διατηρήσουν τη θέση τους στην αγορά και να αποκλείσουν την είσοδο ανταγωνιστών που προτείνουν αξιόπιστες εναλλακτικές υπηρεσίες και συνετές τιμές έναντι των δικών τους συγκροτημάτων κινηματογραφικών γυρισμάτων που δεσπόζουν στην ευρωπαϊκή αγορά. Η FAPAE ισχυρίζεται επίσης ότι συγκροτήματα κινηματογραφικών γυρισμάτων όπως η Barrandov, η Cinecittà, η Babelsberg ή η Mafilms έχουν αναπτύξει τη θέση και το κύρος τους στην αγορά στηριζόμενες σε άλλες μορφές δημόσιας ενίσχυσης, συμπεριλαμβανομένης της συμμετοχής του Δημοσίου στο μετοχικό τους κεφάλαιο. Γενικότερα, η FAPAE υπογραμμίζει ότι η διατήρηση της πολιτιστικής πολυμορφίας αιτιολογεί την ισχυρή δημόσια παρέμβαση στον κλάδο. Ειδικότερα, εικάζεται ότι η Ciudad de la Luz παρέχει στον κλάδο των ισπανικών παραγωγών εξελιγμένες και προηγμένης τεχνολογίας υπηρεσίες στην Ισπανία, οι οποίες θα έπρεπε σε διαφορετική περίπτωση να αναζητηθούν στο εξωτερικό με υψηλότερο κόστος. Αντικρούοντας τον ισχυρισμό σύμφωνα με τον οποίο η Ciudad de la Luz επιδιώκει την υλοποίηση υπερπαραγωγών, η FAPAE υποστηρίζει ότι η Ciudad de la Luz προάγει τις ισπανικές παραγωγές χαμηλού προϋπολογισμού και εστιάζεται στον εθνικό ή τοπικό πολιτισμό, συμβάλλοντας κατ' αυτόν τον τρόπο στην επίτευξη των πολιτιστικών στόχων που ορίζονται στο πρώην άρθρο 87 παράγραφος 3 στοιχείο δ) [νυν άρθρο 107 παράγραφος 3 στοιχείο δ)]. Οι παρατηρήσεις που υπέβαλε στις 21 Μαΐου 2008 η εταιρεία Empreses audiovisuals valencianes federades (EAVf) και εκείνες που υπέβαλε η ένωση Productors audiovisuals valencians στις 16 Μαΐου 2008 απηχούν εν πολλοίς, και ενίοτε αυτολεξεί, τις παρατηρήσεις της FAPAE.

(48) Στις παρατηρήσεις της με ημερομηνία 5 Ιουνίου 2008, η Associaciò de directors de cinema valencians επισημαίνει ότι η κυριαρχία του αμερικανικού κινηματογραφικού κλάδου περιθωριοποιεί τις ευρωπαϊκές παραγωγές μέσω ποικίλων εικαζόμενων καταχρηστικών πρακτικών. Κατά την άποψή της, η λήψη διορθωτικών μέτρων για τα ευρωπαϊκά πολιτιστικά έργα είναι απαραίτητη προκειμένου να διασφαλιστεί η ανταγωνιστική τους θέση υπό ίσους όρους ανταγωνισμού. Η ένωση υποστηρίζει ότι η δημόσια παρέμβαση στις δραστηριότητες της Ciudad de la Luz είναι καταλυτική εν προκειμένω προς όφελος των ευρωπαϊκών, ισπανικών και βαλενθιανών παραγωγών, με σκοπό την προάσπιση της πολιτιστικής τους ταυτότητας.

(49) Οι παρατηρήσεις που υπέβαλε στις 23 Ιουνίου 2008 η Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (στην κυριότητα της οποίας ανήκει εξ ολοκλήρου η Ciudad de la Luz SAU, ενώ η ίδια ανήκει στην ιδιοκτησία της Comunidad Valenciana) αναπαράγουν ουσιαστικά τα ίδια επικουρικά επιχειρήματα και στηρίζονται στα στοιχεία που έχει προσκομίσει η Ισπανία. Ορισμένα ζητήματα στα οποία αποδίδει ιδιαίτερη έμφαση στις παρατηρήσεις της είναι τα ακόλουθα. Καταρχάς, το γεγονός ότι ένας ιδιώτης επενδυτής χρηματοδότησε μέρος του έργου ήδη κατά τον σχεδιασμό του το 2000 βάσει των διαθέσιμων μελετών καταδεικνύει ότι η συγκεκριμένη επένδυση των δημόσιων αρχών ακολούθησε τη λογική ιδιώτη επενδυτή. Αμφότερες οι μελέτες του 2000 και του 2004 κατέληγαν ανεπιφύλακτα στο συμπέρασμα ότι το εν λόγω έργο ήταν οικονομικά αποδοτικό. Δεύτερον, τα κίνητρα που παρασχέθηκαν σε συγκεκριμένες κινηματογραφικές παραγωγές είναι εμπορικά δικαιολογημένα για μια νέα επιχείρηση και χορηγήθηκαν υπό τη μορφή «σύμβασης χορηγίας», με αντάλλαγμα ανταποδοτικές δραστηριότητες προώθησης που θα ενίσχυαν το κύρος του συγκροτήματος κινηματογραφικών γυρισμάτων, βαρύνοντας ταυτόχρονα τους αποδέκτες με διαφημιστικές δαπάνες. Σύμφωνα με μελέτη που εκπονήθηκε για το θέμα αυτό, εκτιμάται ότι η οικονομική απόδοση των συμβάσεων χορηγίας για τη Ciudad de la Luz ανέρχεται στο ποσό των […] (*) εκατ. ευρώ.

(*) Οι πληροφορίες που καλύπτονται από το επαγγελματικό απόρρητο αναφέρονται στην απόφαση με […].

Παρατηρήσεις εθνικών χρηματοδοτικών φορέων κινηματογραφικών παραγωγών

(50) Στην επιστολή του της 25ης Ιουνίου 2008, ο φορέας UK Film Council υποστηρίζει ότι συντρέχουν βάσιμοι λόγοι για τη διατύπωση ενστάσεων κατά της απόφασης κίνησης της επίσημης διαδικασίας έρευνας.

IV. ΟΙ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΙΣΠΑΝΙΑΣ

(51) Μετά την έναρξη της επίσημης διαδικασίας έρευνας, οι ισπανικές αρχές αποκάλυψαν ότι η αρχική επενδυτική απόφαση βασίστηκε σε ένα επιχειρηματικό σχέδιο το οποίο καταρτίστηκε το 2000 και όχι σε εκείνο που είχαν υποβάλει σε προγενέστερο στάδιο. Το συγκεκριμένο επιχειρηματικό σχέδιο ήταν μια μελέτη που εκπονήθηκε το 2004, και όχι το 2002, όπως είχαν ενημερώσει παλαιότερα την Επιτροπή οι ισπανικές αρχές.

(52) Έως την εκπόνηση της μελέτης του 2004, στο έργο είχαν ήδη επενδυθεί περισσότερα από 90 εκατ. ευρώ. Ως εκ τούτου, οι ισπανικές αρχές ισχυρίζονται ότι ελήφθησαν δύο επενδυτικές αποφάσεις: μία το 2000, για το πρώτο στάδιο του έργου, και μία δεύτερη το 2004, για την προγραμματισμένη παράταση.

(53) Το χρονοδιάγραμμα για τις επενδύσεις στη Ciudad de la Luz, όπως τροποποιήθηκε τελευταία φορά από τις ισπανικές αρχές τον Απρίλιο του 2012, είχε ως εξής:

Ημερομηνία	Περιγραφή	Δημόσια επένδυση (σε ευρώ)
24.10.2000	Η περιφέρεια της Βαλένθια λαμβάνει την απόφαση για την ανέγερση της Ciudad de la Luz.	—
2.11.2000	Ιδρύεται η Ciudad de la Luz SA (το 75 % της οποίας ανήκε στην εταιρεία Parque Temático de Alicante SAU και το υπόλοιπο 25 % ανήκε στην εταιρεία Producciones Aguamarga SL).	450 000 (το 75 % του ποσού των 600 000)
21.11.2001	Η εταιρεία Parque Temático de Alicante SAU προβαίνει σε μονομερή επένδυση στη Ciudad de la Luz SA για αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου ύψους 9 εκατ. ευρώ (αυξάνοντας έτσι το μερίδιό της στο ποσοστό του 98,4 %).	9 000 000
6.2.2003	Η εταιρεία Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU [1] προβαίνει σε μονομερή επένδυση στη Ciudad de la Luz SA για αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου ύψους 30 εκατ. ευρώ (αυξάνοντας έτσι το μερίδιό της στο ποσοστό του 99,6 %).	30 000 000
4.5.2004	Η εταιρεία Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU προβαίνει σε μονομερή επένδυση στη Ciudad de la Luz SA για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου στο ποσό των 54 870 660 ευρώ (αυξάνοντας έτσι το μερίδιό της στο ποσοστό του 99,8 %).	54 870 660
23.7.2004	Η εταιρεία Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU αποκτά το μερίδιο, της τάξης του 0,2 %, της Ciudad de la Luz SA που είχε στην κατοχή της η εταιρεία Producciones Aguamarga SL (ονομαστικής αξίας 150 000 ευρώ) έναντι 139 059 ευρώ (αυξάνοντας έτσι το μερίδιό της στη Ciudad de la Luz SA στο ποσοστό του 100 %).	139 059
9.3.2005	Η εταιρεία Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU εκχωρεί τα οικόπεδα στα οποία ανεγέρθηκαν οι εγκαταστάσεις κινηματογραφικών γυρισμάτων στη Ciudad de la Luz SA, αυξάνοντας έτσι το ποσό των ιδίων κεφαλαίων της κατά 9 800 040 ευρώ (παρότι η αξία των οικοπέδων είχε εκτιμηθεί στο ποσό του 1 030 856 ευρώ στους λογαριασμούς της Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU). Πριν από την εν λόγω ημερομηνία, το έργο είχε ήδη λάβει άδεια από την περιφερειακή διοίκηση της Βαλένθια για την ανέγερση των εγκαταστάσεων κινηματογραφικών γυρισμάτων στην τοποθεσία.	9 800 040
Καλοκαίρι 2005	Η Ciudad de la Luz SA ξεκινά την άσκηση των δραστηριοτήτων της ως συγκροτήματος κινηματογραφικών γυρισμάτων.	—
28.4.2005	Συμμετοχικό δάνειο ύψους 95 εκατ. ευρώ.	95 000 000
26.12.2007	Συμμετοχικό δάνειο ύψους 20 εκατ. ευρώ.	20 000 000
30.6.2008	Μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο που εκδόθηκε με δικαίωμα μετατροπής του δανείου σε μετοχές πριν από τις 31 Δεκεμβρίου 2008.	10 000 000

Ημερομηνία	Περιγραφή	Δημόσια επένδυση (σε ευρώ)
2.1.2009	Μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο που εκδόθηκε με δικαίωμα μετατροπής του δανείου σε μετοχές πριν από την 30ή Ιουνίου 2009.	10 000 000
17.3.2009	Μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο μέγιστου επιτρεπόμενου ποσού 30 εκατ. ευρώ, με δικαίωμα μετατροπής του δανείου σε μετοχές πριν από τις 31 Δεκεμβρίου 2009.	25 829 840
31.12.2010	Μη καταβληθέντες τόκοι επί των συμμετοχικών δανείων κατά τα έτη 2009 και 2010.	7 222 160
31.12.2010	Μη καταβληθέντες τόκοι επί των δανείων που δεν μετατράπηκαν σε μετοχές κατά τα έτη 2009 και 2010.	1 814 187
	Συνολικό ποσό	274 125 946

(1) Γνωστή κατά το παρελθόν με την επωνυμία Sociedad Parque Temático de Alicante, SAU.

(54) Οι ισπανικές αρχές εστίασαν τις απαντήσεις τους στην προσπάθειά τους να καταδείξουν ότι η επένδυση δεν συνιστά κρατική ενίσχυση, διότι ένας ιδιώτης επενδυτής θα ήταν εξίσου διατεθειμένος να επενδύσει υπό τους ίδιους όρους και στην ίδια κλίμακα (εφαρμόζοντας την αρχή του ιδιώτη επενδυτή στην οικονομία της αγοράς). Προς επίρρωση του εν λόγω ισχυρισμού, προσκόμισαν σχετικές εκθέσεις από την εταιρεία οικονομικών συμβούλων LECG.

(55) Παρότι η Επιτροπή έκρινε ότι, εν μέρει τουλάχιστον, η επένδυση συνιστούσε κρατική ενίσχυση, η Ισπανία ισχυρίστηκε ότι όλα τα κινηματογραφικά γυρίσματα που πραγματοποιήθηκαν στη Ciudad de la Luz πληρούσαν τα πολιτιστικά κριτήρια των κινήτρων της Βαλένθια για τις κινηματογραφικές παραγωγές, τα οποία εγκρίθηκαν από την Επιτροπή τον Απρίλιο του 2008, τον Δεκέμβριο του 2008 και τον Ιούλιο του 2009 (14). Σύμφωνα με την Ισπανία, η πολιτιστική εξαίρεση που προβλέπεται στο άρθρο 107 παράγραφος 3 στοιχείο δ) της ΣΛΕΕ μπορεί να εφαρμοστεί σε επενδυτικές ενισχύσεις είτε στα αρχικά είτε στα τελικά στάδια της παραγωγής κινηματογραφικών ταινιών.

(56) Η Ισπανία επισημαίνει επίσης ότι οιαδήποτε ενίσχυση περιλαμβάνεται στη δημόσια χρηματοδότηση της Ciudad de la Luz και στα κίνητρα που παρέχονται για την παραγωγή κινηματογραφικών ταινιών θα πρέπει να εξετάζεται υπό το πρίσμα των στρεβλωτικών επιπτώσεων των εθνικών καθεστώτων ενίσχυσης στον κινηματογραφικό τομέα που εγκρίνει η Επιτροπή σε άλλα κράτη μέλη τα οποία προσελκύουν σημαντικές κινηματογραφικές παραγωγές σε ανταγωνιστές της Ciudad de la Luz (15).

(57) Η Ισπανία διατείνεται επίσης ότι οι εφαρμοστέες κατευθυντήριες γραμμές περιφερειακών ενισχύσεων εκείνη την περίοδο (1998) επέτρεπαν εν γένει μέγιστο ποσοστό ενίσχυσης ύψους 36 % για το επενδυτικό έργο. Ομοίως εκπληρώνονταν και οι συμπληρωματικές προϋποθέσεις που θεσπίστηκαν αργότερα στο πολυτομεακό πλαίσιο του 2002 για μείζονα επενδυτικά έργα με μερίδιο αγοράς κάτω του 25 % και αύξηση της ικανότητας παραγωγής στην αγορά κατά 5 %.

(58) Η Ισπανία προσκόμισε δεύτερη έκθεση της LECG, στην οποία διατυπώνονταν επικρίσεις ως προς την ανάλυση του επιχειρηματικού σχεδίου του 2004 από τις υπηρεσίες της Επιτροπής. Η LECG έκρινε δυσμενώς την ανάλυση των υπηρεσιών της Επιτροπής και παρέσχε εναλλακτικές τιμές για τα στοιχεία και τους παράγοντες κινδύνου, καθώς και αναδρομικές αποτιμήσεις της αξίας των οικοπέδων στα οποία κατασκευάστηκαν οι εγκαταστάσεις της Ciudad de la Luz.

(59) Σε δεύτερη οικονομική ανάλυση που πραγματοποίησαν, οι υπηρεσίες της Επιτροπής εξέτασαν το επιχειρηματικό σχέδιο του 2000 και τις αναδρομικές αποτιμήσεις της αξίας των οικοπέδων που προσκόμισε η Ισπανία. Επιπροσθέτως, κατόπιν αιτήματος της Επιτροπής, διενεργήθηκε ανεξάρτητη οικονομική εκτίμηση του κριτηρίου της αρχής του ιδιώτη επενδυτή στην οικονομία της αγοράς από ανεξάρτητη εταιρεία συμβούλων. Η ανεξάρτητη έκθεση διαβιβάστηκε στις ισπανικές αρχές στις 30 Σεπτεμβρίου 2011.

(60) Οι ισπανικές αρχές επανέλαβαν την άποψη που διατύπωσαν και στις παρατηρήσεις τους επί της απόφασης κίνησης της διαδικασίας, σύμφωνα με την οποία οι προοπτικές οικονομικής αποδοτικότητας της Ciudad de la Luz θα πρέπει να αξιολογηθούν σε σύγκριση με τους βασικούς ανταγωνιστές της στον τομέα της εμπορικής εκμετάλλευσης εγκαταστάσεων κινηματογραφικών γυρισμάτων στην ΕΕ (π.χ. τις εταιρείες Babelsberg και Pinewood) και όχι, όπως πράττει η Ecorys (16), η οποία προβαίνει σε σύγκριση με αμερικανικούς ομίλους διαφοροποιημένων οπτικοακουστικών δραστηριοτήτων (Time Warner, Disney) (17). Οι ισπανικές αρχές

(14) Αποφάσεις περί κρατικών ενισχύσεων N379/07 (2.4.2008), N309/08 (15.12.2008) και N108/09 (30.7.2009).

(15) Η εθνική επιδότηση μπορεί να ανέρχεται σε ποσοστό έως 24 % του κόστους παραγωγής στο ΗΒ και έως 20 % στη Γερμανία. Το ζήτημα του ανταγωνισμού επιδοτήσεων μεταξύ των εθνικών καθεστώτων ενίσχυσης στον κινηματογραφικό τομέα, με στόχο την προσέλκυση εξωγενών επενδύσεων από μείζονες κινηματογραφικές παραγωγές, εξετάζεται από την Επιτροπή στην αναθεώρηση της ανακοίνωσης για τον κινηματογράφο.

(16) Η εταιρεία οικονομικών συμβούλων Ecorys εκπόνησε ανεξάρτητη μελέτη σχετικά με τη συγκεκριμένη υπόθεση. Βλέπε αναλυτικά στοιχεία στην ενότητα V.

(17) Εντούτοις, η Ecorys περιλαμβάνει επίσης στη συγκριτική αξιολόγηση το ευρωπαϊκό συγκρότημα κινηματογραφικών γυρισμάτων Babelsberg, το οποίο συγκαταλέγεται μεταξύ των υπολοίπων εταιρειών με διεθνή δραστηριότητα.

υποστηρίζουν ότι η εν λόγω συγκριτική αξιολόγηση θα έπρεπε να βασίζεται σε πληροφορίες (π.χ. Bloomberg) που ήταν δημοσίως διαθέσιμες κατά τον χρόνο λήψης της σχετικής επενδυτικής απόφασης (ήτοι από το 2000 και το 2004 και όχι το 2008). Τέλος, ισχυρίζονται επίσης ότι μια σειρά παρανοήσεων ή τεχνικών σφαλμάτων καθιστά άκυρα τα συμπεράσματα της μελέτης της Ecorys ([18]). Οι ισπανικές αρχές ισχυρίστηκαν ότι, εάν διορθώνονταν τα ανωτέρω σφάλματα και διενεργείτο η κατάλληλη συγκριτική αξιολόγηση έναντι των ανταγωνιστών, η αποδοτικότητα των προοπτικών της επενδυτικής απόφασης βάσει των στοιχείων που ήταν διαθέσιμα εκείνη την περίοδο θα πληρούσε τις απαιτήσεις του κριτηρίου της αρχής του ιδιώτη επενδυτή στην οικονομία της αγοράς (ΙΕΟΑ).

V. ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΝΙΣΧΥΣΗΣ

(61) Σύμφωνα με το άρθρο 107 παράγραφος 1 της ΣΛΕΕ, «[ε]νισχύσεις που χορηγούνται υπό οποιαδήποτε μορφή από τα κράτη ή με κρατικούς πόρους και που νοθεύουν ή απειλούν να νοθεύσουν τον ανταγωνισμό διά της ευνοϊκής μεταχειρίσεως ορισμένων επιχειρήσεων ή ορισμένων κλάδων παραγωγής είναι ασυμβίβαστες με την εσωτερική αγορά, κατά το μέτρο που επηρεάζουν τις μεταξύ κρατών μελών συναλλαγές». Εξ αυτού έπεται ότι, για να χαρακτηριστεί κρατική οιαδήποτε ενίσχυση, πρέπει να πληρούνται οι εξής σωρευτικές προϋποθέσεις: 1. το μέτρο ενίσχυσης πρέπει να χορηγείται με κρατικούς πόρους, 2. πρέπει να εκχωρεί οικονομικό πλεονέκτημα σε επιχειρήσεις, 3. το πλεονέκτημα αυτό πρέπει να είναι επιλεκτικό και να νοθεύει ή να απειλεί να νοθεύσει τον ανταγωνισμό και 4. το μέτρο πρέπει να επηρεάζει τις ενδοκοινοτικές εμπορικές συναλλαγές.

Οικονομικό πλεονέκτημα

(62) Όπως επισημαίνεται ανωτέρω, οι ισπανικές αρχές προέβαλαν το επιχείρημα ότι το εν λόγω μέτρο δεν συνιστά κρατική ενίσχυση, διότι πληροί το κριτήριο της αρχής του ιδιώτη επενδυτή στην οικονομία της αγοράς (ΙΕΟΑ). Βάσει του κριτηρίου αυτού εξετάζεται κατά πόσον ένας ιδιώτης επενδυτής θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει στο έργο υπό τους ίδιους όρους και στην ίδια κλίμακα με τον δημόσιο επενδυτή κατά τον χρόνο λήψης της απόφασης για την πραγματοποίηση της σχετικής δημόσιας επένδυσης. Είναι σημαντικό να αναφερθεί εν προκειμένω ότι υπήρχε αρχικά ιδιώτης επενδυτής για το έργο ([19]) και ότι οι ισπανικές αρχές είχαν αναθέσει την εκπόνηση αρκετών μελετών, οι οποίες συνήγαγαν το συμπέρασμα ότι το έργο επρόκειτο να αποφέρει θετικές ταμειακές ροές (βλέπε αιτιολογική σκέψη 22).

(63) Όπως αναφέρεται στην αιτιολογική σκέψη 17, στην περίπτωση της Ciudad de la Luz, αρχικά ένας ιδιώτης επενδυτής (η διαχειρίστρια εταιρεία) κατείχε το 25 % του έργου (ήτοι το ποσό των 150 000 ευρώ του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου ύψους 600 000 ευρώ). Ωστόσο, ο συγκεκριμένος ιδιώτης επενδυτής αποσύρθηκε πριν προβεί στη δέσμευση περαιτέρω χρηματοδοτικών πόρων (εξαγοράστηκε από την SPTCV το 2004). Κατά συνέπεια, δεν επένδυσαν στο έργο άλλοι ιδιώτες επενδυτές.

(64) Το γεγονός ότι ο μοναδικός διαθέσιμος ιδιώτης επενδυτής είχε δεσμεύσει ένα ελάχιστο μόνο χρηματικό ποσό, ενώ αποσύρθηκε κατά τον χρόνο που έπρεπε να δεσμευθεί ο κύριος όγκος της επένδυσης, μπορεί να εκληφθεί ενδεχομένως εκ πρώτης όψεως ως αποδεικτικό στοιχείο ότι ένας ιδιώτης επενδυτής δεν θα ήταν διατεθειμένος να αναλάβει την υλοποίηση ανάλογου έργου υπό τις ισχύουσες συνθήκες εκείνη την περίοδο. Επιπλέον, η κατάσταση του εν λόγω ιδιώτη επενδυτή ήταν εξαιρετικά ιδιάζουσα (και, συνεπώς, δεν αντιπροσωπευόταν στην έννοια του ιδιώτη επενδυτή που λαμβάνει υπόψη η νομολογία), δεδομένου ότι ήταν επίσης αρμόδιος για την έναρξη υλοποίησης του έργου, για την εποπτεία των κατασκευαστικών έργων, καθώς και για τη διαχείριση και προώθηση των εγκαταστάσεων κινηματογραφικών γυρισμάτων έναντι αμοιβής διαχείρισης. Αυτό σημαίνει ότι εάν η αρχική του επένδυση εξεταστεί μεμονωμένα, θα μπορούσε να είναι εύλογη για διαφορετικούς λόγους από εκείνους που αφορούν αποκλειστικά και μόνο την απόδοση κέρδους.

(65) Απουσία άλλων μετόχων του ιδιωτικού τομέα, η περιφερειακή αρχή έλαβε τη σχετική επενδυτική απόφαση με βάση τα πορίσματα των μελετών που εκπόνησαν οι εταιρείες συμβούλων. Εντούτοις, η ύπαρξη απλώς των εν λόγω μελετών δεν είναι επαρκής για την εκπλήρωση του κριτηρίου της αρχής του ΙΕΟΑ. Πριν από τη δέσμευση κεφαλαίων της κλίμακας που επενδύθηκε στη Ciudad de la Luz, αναμένεται ευλόγως από έναν ιδιώτη επενδυτή να μελετήσει προηγουμένως σε βάθος το επιχειρηματικό σχέδιο και τις βασικές υποθέσεις στις οποίες βασίζονται οι ανωτέρω μελέτες. Ένας ιδιώτης επενδυτής θα διαμόρφωνε ιδία άποψη σχετικά με το κατά πόσον ενδείκνυνται στην προκειμένη περίπτωση οι συγκεκριμένες υποθέσεις που χρησιμοποιούνται για την αιτιολόγηση του επιχειρηματικού σχεδίου. Επιπροσθέτως, θα αναμενόταν ενδεχομένως από έναν ιδιώτη επενδυτή να προβεί σε σύγκριση μεταξύ των προσδοκώμενων αποδόσεων του έργου Ciudad de la Luz και των προσδοκώμενων αποδόσεων εναλλακτικών έργων. Τέτοιου είδους ανάλυση δεν διενεργήθηκε εκείνη την περίοδο. Επιπλέον, δεν ήταν καν εφικτό να διεξαχθεί η εν λόγω σύγκριση με βάση τις εκτιμώμενες θετικές ταμειακές ροές που παρέχονταν στις ανωτέρω μελέτες.

(66) Στο πλαίσιο διεξαγωγής έρευνας κρατικής ενίσχυσης, η Επιτροπή υποχρεούται, σύμφωνα με τη νομολογία, να διενεργεί και η ίδια εκτίμηση των πραγματικών περιστατικών ([20]). Ως εκ τούτου, είναι απαραίτητο να αξιολογηθεί η εγκυρότητα των εκθέσεων που καταρτίστηκαν κατά τον χρόνο της συναλλαγής.

(67) Λαμβάνοντας υπόψη τις εκθέσεις που υπέβαλαν οι ισπανικές αρχές μετά τη λήψη της απόφασης κίνησης της διαδικασίας,

([18]) Μελέτη σχετικά με την εφαρμογή της αρχής του ιδιώτη επενδυτή στην οικονομία της αγοράς στο πλαίσιο της δημόσιας επένδυσης στη Ciudad de la Luz – Τελική έκθεση (Ecorys, 19 Ιουλίου 2011).

([19]) Για παράδειγμα, στην υπόθεση *Citynet Amsterdam*, η Επιτροπή έκρινε ότι τηρήθηκε η αρχή του ΙΕΟΑ, διότι ο δημόσιος επενδυτής επένδυσε υπό όρους συγκρίσιμους με τους όρους υπό τους οποίους θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει στο έργο ο ιδιώτης επενδυτής. Απόφαση της 11ης Δεκεμβρίου 2007, C 53/2006.

([20]) Στην υπόθεση *Valmont*, το Γενικό Δικαστήριο έκρινε ότι η Επιτροπή δεν έπρεπε να στηριχθεί απλώς σε μια εκτίμηση ανεξάρτητου πραγματογνώμονα προκειμένου να διαπιστώσει αν η πώληση ενός οικοπέδου περιελάμβανε στοιχεία κρατικής ενίσχυσης. Το Γενικό Δικαστήριο αποφάνθηκε ότι η Επιτροπή όφειλε επίσης να διακριβώσει την αποδεικτική της ισχύ, καθήκον που ανέλαβε να εκτελέσει το ίδιο το Δικαστήριο (υπόθεση T-274/01). Στις υποθέσεις *Hamsa* (C-316/02) και *Lenzing* (C-525/04), καίτοι το Δικαστήριο αναγνώρισε ότι η Επιτροπή «διαθέτει περιθώριο εκτιμήσεως σε οικονομικά ζητήματα, οφείλει να ελέγχει την ακρίβεια των αποδεικτικών στοιχείων των οποίων γίνεται επίκληση, την αξιοπιστία και τη συνοχή τους […]».

φαίνεται να έχουν ληφθεί δύο επενδυτικές αποφάσεις σχετικά με το έργο. Η πρώτη ελήφθη το 2000 βάσει του επιχειρηματικού σχεδίου της Arthur Andersen (το οποίο καλύπτει τις επενδύσεις κατά την περίοδο 2002-2006). Το 2004, προκειμένου ενδεχομένως να επανεξεταστεί κατά πόσον ενδείκνυτο να πραγματοποιηθούν περαιτέρω επενδύσεις στο έργο, ανατέθηκε στην Consultia η κατάρτιση έκθεσης (η οποία κάλυπτε τις πραγματικές επενδύσεις που υλοποιήθηκαν κατά την περίοδο 2002-2004 και τις επενδυτικές προβλέψεις για την περίοδο 2004-2014). Ως εκ τούτου, θα έπρεπε να αξιολογηθεί η αρχή του IEOA για αμφότερες τις επενδυτικές αποφάσεις.

(68) Η Επιτροπή αξιολόγησε κατά πόσον ένας υποθετικός ιδιώτης επενδυτής θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει στο έργο μέσω της σύστασης της εταιρείας Ciudad de la Luz. Σύμφωνα με την αρχή του επενδυτή στην οικονομία της αγοράς, η επένδυση που πραγματοποιήθηκε θεωρείται ότι συνιστά κρατική ενίσχυση αν το επίπεδο της αναμενόμενης αντιστάθμισης που θα λάμβανε το κράτος είναι χαμηλότερο από εκείνο που θα ζητούσε ένας ιδιώτης επενδυτής υπό τις συνθήκες του δεδομένου έργου.

(69) Για τη χρηματοδότηση ενός έργου, οι επενδυτές οφείλουν να επενδύσουν ορισμένα κεφάλαια. Τα κεφάλαια αυτά συνεπάγονται ορισμένες δαπάνες, το λεγόμενο κόστος κεφαλαίου. Κατά κανόνα, υπάρχουν δύο βασικές πηγές κεφαλαίου: τα ίδια κεφάλαια και τα (χρηματοπιστωτικά) δανειακά κεφάλαια. Το συνολικό κόστος κεφαλαίου είναι το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (WACC), στο οποίο συνυπολογίζεται τόσο το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων όσο και το ποσοστό των δανειακών κεφαλαίων. Το κόστος των δανειακών κεφαλαίων και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων αποτελούν το αναμενόμενο και όχι το ιστορικό κόστος. Στη συγκεκριμένη περίπτωση της Ciudad de la Luz, το επιχειρηματικό σχέδιο προέβλεπε την πλήρη χρηματοδότηση του έργου με ίδια κεφάλαια. Για τον λόγο αυτόν, το συνολικό κόστος κεφαλαίου ισούται με το ποσό των ιδίων κεφαλαίων.

(70) Ένας ιδιώτης επενδυτής θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει στη Ciudad de la Luz υπό την προϋπόθεση ότι ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης ([21]) θα ήταν υψηλότερος ή ίσος με το κόστος ευκαιρίας των ιδίων κεφαλαίων ([22]) (δηλαδή τις αποδόσεις που θα μπορούσε να του αποφέρει κάποιο παρεμφερές έργο).

(71) Για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, η Επιτροπή βαθμονόμησε το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model). Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων αντικατοπτρίζει το κόστος ευκαιρίας της επένδυσης για τους μετόχους σε εταιρείες ή έργα που παρουσιάζουν τον ίδιο (ή παρεμφερή) επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο με τις εταιρείες ή τα έργα που τίθενται υπό εξέταση. Σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (CAPM), το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, K_e, πρέπει να υπολογίζεται σύμφωνα με τον ακόλουθο τύπο:

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

όπου R_f η απόδοση μηδενικού κινδύνου, $(R_m - R_f)$ το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς και ß ο «συντελεστής βήτα», μια μονάδα μέτρησης του συστηματικού (μη διαφοροποιήσιμου) κινδύνου που συνδέεται με τις μετοχές της Ciudad de la Luz και αντιπροσωπεύει τόσο τον επιχειρηματικό όσο και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

(72) Για την απόδοση μηδενικού κινδύνου, R_f, η πρακτική της αγοράς ([23]) προτείνει να λαμβάνεται υπόψη το επιτόκιο ενός μακροπρόθεσμου (συνήθως δεκαετούς) κρατικού ομολόγου που εκδίδεται στη χώρα λειτουργίας της επιχείρησης (διότι θεωρούνται οι λιγότερο επισφαλείς επενδύσεις). Το 2004, η μέση ετήσια απόδοση των δεκαετών κρατικών ομολόγων στην Ισπανία ήταν 4,1 % ([24]). Για το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη το ιστορικό ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς για ένα ευλόγως μακρό χρονικό διάστημα. Κατά τη συνήθη πρακτική της αγοράς, χρησιμοποιείται η διαφορά μεταξύ της ιστορικής απόδοσης ενός διαφοροποιημένου δείκτη μετοχών στη χώρα λειτουργίας της επιχείρησης και της απόδοσης μηδενικού κινδύνου. Σύμφωνα με τον Pablo Fernández (2004) ([25]), το ιστορικό ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς επί των κρατικών ομολόγων στην Ισπανία (κατά την περίοδο 1991-2003) κυμαινόταν από 6,8 % έως 9,3 %. Η Επιτροπή υιοθέτησε συντηρητική προσέγγιση κατά την εκτίμηση του ασφαλίστρου κινδύνου αγοράς και χρησιμοποίησε τη χαμηλότερη τιμή αυτού του εύρους τιμών, ήτοι το 6,8 %. Ένα μεταγενέστερο και πιο πρόσφατο έγγραφο εργασίας του ίδιου συντάκτη ([26]) ενισχύει την εγκυρότητα της εν λόγω τιμής, παρουσιάζοντας το απαιτούμενο ασφάλιστρο κινδύνου των μετοχών κατά την περίοδο 2000-2004 εντός του εύρους τιμών 6-7 %.

(73) Για τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα, η Επιτροπή χρησιμοποίησε δημοσίως διαθέσιμα πληροφοριακά στοιχεία σχετικά με εταιρείες που έχουν χαρακτηριστεί από τις ισπανικές αρχές ως άμεσοι ανταγωνιστές της Ciudad de la Luz, ήτοι τις εταιρείες Carrere Group ([27]) και Babelsberg. Τα σχετικά στοιχεία αναφέρονται από οικονομικούς αναλυτές που

([21]) Εξ ορισμού, ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης αντιστοιχεί στο επιτόκιο προεξόφλησης το οποίο μηδενίζει την καθαρή παρούσα αξία της επένδυσης.

([22]) Brealey και Myers, *Principles of Corporate Finance*, έκτη έκδοση, 2000 (Κεφάλαιο 5, σ. 100).

([23]) Βλέπε, για παράδειγμα, Brealey και Myers, *Principles of Corporate Finance*, έκτη έκδοση, 2000 (Κεφάλαιο 8).

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

([25]) Pablo Fernández, «Market risk premium: required, historical and expected», έγγραφο εργασίας, Σχολή Διοίκησης Επιχειρήσεων του Ινστιτούτου IESE, 2004.

([26]) Pablo Fernández, «The equity premium in 150 textbooks», έγγραφο εργασίας, Σχολή Διοίκησης Επιχειρήσεων του Ινστιτούτου IESE, 2009.

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

προέβησαν σε εμπεριστατωμένη ανάλυση των δύο εταιρειών. Ο μέσος όρος των δύο τιμών του συντελεστή βήτα, κατόπιν αναπροσαρμογής τους ώστε να ανταποκρίνονται στο προφίλ χρηματοοικονομικού κινδύνου της Ciudad de la Luz, παρέχει τιμή περίπου ίση με 1,5. Πρόκειται για συντηρητική προσέγγιση, δεδομένου ότι η επένδυση στη Ciudad de la Luz ενέχει κατά πάσα πιθανότητα υψηλότερο βαθμό κινδύνου ιδιοσυγκρασίας από ό,τι τα άλλα δύο καταξιωμένα συγκροτήματα κινηματογραφικών γυρισμάτων. Η Ciudad de la Luz αποτελεί μια επένδυση μηδενικής βάσης σε μια περιφέρεια που δεν φιλοξενεί ούτε ισπανικές ούτε διεθνείς κινηματογραφικές παραγωγές. Με άλλα λόγια, ο συντελεστής βήτα της Ciudad de la Luz είναι πιθανώς υψηλότερος από τους αντίστοιχους συντελεστές των ανταγωνιστών της.

(74) Εφαρμόζοντας τον ανωτέρω τύπο (βλέπε αιτιολογική σκέψη 71), η Επιτροπή υπολόγισε ότι το αναμενόμενο κόστος ιδίων κεφαλαίων έπρεπε να ανέρχεται σε ποσοστό περίπου της τάξης του 14,9 %.

(75) Βάσει συγκριτικών στοιχείων που περιγράφονται στο παράρτημα I, η Ισπανία υποστήριξε ότι από την εφαρμογή του υποδείγματος CAPM αναμενόταν να αποδειχθεί ότι ένας ιδιώτης επενδυτής «θα απαιτούσε» ασφάλιστρο κινδύνου, και όχι απόδοση, ύψους 3,75 % για το 2000 και 2,07 % για το 2004. Οι σχετικοί υπολογισμοί βασίζονται σε συντελεστή βήτα ίσο προς 0,395 (ß = 0,395). Συντελεστής βήτα με τιμή ίση προς 1 αντιστοιχεί στο χαρτοφυλάκιο όλων των μετοχών, άρα στον «μέσο όρο» των μετοχών. Κατά συνέπεια, συντελεστής βήτα με τιμή αισθητά χαμηλότερη της μονάδας συνεπάγεται επένδυση εξαιρετικά χαμηλού κινδύνου. Η Ισπανία δεν τεκμηρίωσε την εν λόγω υπόθεση και δεν προσκόμισε εξακριβωμένα και επαληθεύσιμα στοιχεία προς επίρρωση του αντίστοιχου ισχυρισμού.

(76) Όπως αναφέρεται ανωτέρω (βλέπε αιτιολογική σκέψη 70), ένας ιδιώτης επενδυτής θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει μόνο σε ένα έργο με εσωτερικό βαθμό απόδοσης υψηλότερο από το κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου. Η Επιτροπή επισημαίνει ότι το επιχειρηματικό σχέδιο του 2000 περιείχε αναλυτική εκτίμηση μόνο των αρχικών σταδίων του έργου. Η ανάλυση της Επιτροπής (βλέπε παράρτημα 2) κατέληξε σε αρνητική καθαρή παρούσα αξία, βάσει του επιχειρηματικού σχεδίου του 2000 και συνεκτιμώντας την ονομαστική αξία των ταμειακών ροών που παρουσιάζονται στο ίδιο επιχειρηματικό σχέδιο. Επί τη βάσει αυτή, ένας ιδιώτης επενδυτής δεν θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει στο έργο.

(77) Κατά τον καθορισμό του εσωτερικού βαθμού απόδοσης, η Επιτροπή υιοθετεί εξίσου συντηρητική προσέγγιση, επιλέγοντας να μη θέσει υπό αμφισβήτηση τις υποθέσεις του επιχειρηματικού σχεδίου, ιδίως όσον αφορά τον όγκο των ταμειακών ροών που προβλέπονται για το προτεινόμενο έργο. Εντούτοις, είναι σκόπιμο να σημειωθεί ότι οι ταμειακές ροές που προβλέπονται στο επιχειρηματικό σχέδιο του 2004 φαίνεται να είναι αδικαιολογήτως αισιόδοξες, ειδικότερα εάν ληφθούν υπόψη οι ζημίες που υπέστη η εταιρεία κατά την περίοδο 2002-2004 ([28]). Κατά συνέπεια, σύμφωνα με τις πληροφορίες που έχει η Επιτροπή στη διάθεσή της, θα μπορούσε να διατυπωθεί η άποψη ότι οι αναμενόμενες ταμειακές ροές που παρουσιάζονται στο επιχειρηματικό σχέδιο του 2004 αντιπροσώπευαν ένα ανώτατο όριο ([29]). Ο όγκος των ταμειακών ροών καθορίζει και τις αναμενόμενες αποδόσεις. Η Επιτροπή χρησιμοποιεί επίσης την ονομαστική αξία των αναμενόμενων αποδόσεων της Ciudad de la Luz. Παρ' όλα αυτά, βαθμονομεί το κόστος άντλησης κεφαλαίων. Πρόκειται για ενέργεια στην οποία προβαίνει κατά κανόνα κάθε συνετός ιδιώτης επενδυτής.

(78) Βάσει του επιχειρηματικού σχεδίου του 2004 που πρότεινε η Ciudad de la Luz, ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης του έργου ανέρχεται στο 5,74 % (βλέπε παράρτημα 1). Ένας ιδιώτης επενδυτής στη Ciudad de la Luz, η οποία βρίσκεται αντιμέτωπη με κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου της τάξης τουλάχιστον του 14 % (όπως υπολογίστηκε ανωτέρω, βλέπε αιτιολογική σκέψη 73), δεν θα ήταν διατεθειμένος να προβεί στην εν λόγω επένδυση, διότι ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης είναι χαμηλότερος από το κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου.

(79) Πέραν τούτου, η Επιτροπή υπολόγισε την καθαρή παρούσα αξία (ΚΠΑ) της επένδυσης στη Ciudad de la Luz, προκειμένου να προσδιορίσει το μέγεθος της αξίας του έργου για τον ιδιώτη επενδυτή. Ο στόχος οιασδήποτε επενδυτικής απόφασης συνίσταται στον προσδιορισμό πραγματικών περιουσιακών στοιχείων που παρουσιάζουν μεγαλύτερη αξία από το αντίστοιχο κόστος τους, με άλλα λόγια, επενδύσεις με αναμενόμενες αποδόσεις υψηλότερες από το κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου. Εάν δεν επιτευχθεί ο στόχος αυτός, όπως συνέβη στην περίπτωση της Ciudad de la Luz, η αξία του έργου είναι αρνητική και, επομένως, κάθε συνετός ιδιώτης επενδυτής κρίνει ότι η επένδυση δεν είναι βιώσιμη. Η ΚΠΑ οιουδήποτε έργου παρέχει ποσοτικά στοιχεία σχετικά με τον βαθμό στον οποίο είναι συμφέρουσα η επένδυση κατά τον χρόνο που λαμβάνεται η σχετική απόφαση και υπολογίζεται μέσω της αναπροσαρμογής του όγκου των ταμειακών ροών που προβλέπονται στο επιχειρηματικό σχέδιο με τη χρήση του συντελεστή προεξόφλησης, ο οποίος αντιστοιχεί στο κόστος κεφαλαίου. Βάσει διαισθητικής προσέγγισης, όσο υψηλότερο είναι το κόστος κεφαλαίου τόσο χαμηλότερη είναι η ΚΠΑ.

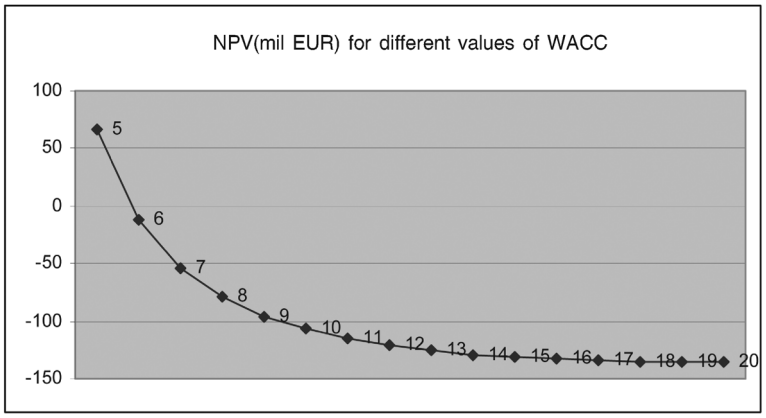
(80) Στην περίπτωση της Ciudad de la Luz, με τη χρήση του κόστους ευκαιρίας κεφαλαίου της τάξης του 14 % και των ταμειακών ροών που παρέχονται στο επιχειρηματικό σχέδιο του 2004 που κατάρτισε η Consultia (και που λαμβάνει

([28]) Πηγή: εταιρική έκθεση της ORBIS.

([29]) Η ανεξάρτητη έκθεση της Ecorys προβαίνει σε περαιτέρω ανάλυση, διότι εξετάζει επίσης τις υποθέσεις του επιχειρηματικού σχεδίου και διατυπώνει επικριτικές παρατηρήσεις επί αρκετών εξ αυτών. Για παράδειγμα, επισημαίνει ότι «η επιλογή της τοποθεσίας δεν φαίνεται να είναι προφανής από στρατηγικής πλευράς, δεδομένου ότι δεν είναι δυνατόν να προσδιοριστούν συνέργειες με τον περιβάλλοντα κινηματογραφικό κλάδο. Επιπλέον, υπάρχουν άλλες περιοχές στην Ισπανία με παρόμοιες γεωγραφικές τοποθεσίες που βρίσκονται εγγύτερα στα υφιστάμενα συγκροτήματα του κλάδου των κινηματογραφικών παραγωγών» (σ. 30). Επίσης: «Σημειώνεται εν προκειμένω ότι, ιδίως κατά τα πρώτα έτη λειτουργίας των εγκαταστάσεων κινηματογραφικών γυρισμάτων και της αντίστοιχης σχολής, δεν θα υπάρχουν διαθέσιμοι σε τοπικό επίπεδο ανθρώπινοι πόροι που θα έχουν λάβει επιτόπου κατάρτιση και ειδίκευση. Ως εκ τούτου, ένας συνετός ιδιώτης επενδυτής θα προτιμούσε πιθανότατα κάποια άλλη τοποθεσία για την εγκατάσταση παρόμοιων υποδομών κινηματογραφικών γυρισμάτων» (σ. 31). Όσον αφορά την επένδυση του 2004, επισημαίνει τα εξής: «Εγείρονται αμφιβολίες ως προς το κατά πόσον ένας ιδιώτης επενδυτής θα επέλεγε την εκ του μηδενός κατασκευή συγκροτήματος κινηματογραφικών γυρισμάτων σε μια περιοχή όπου δεν υπάρχουν επαρκείς διαθέσιμοι ανθρώπινοι πόροι κατά τα πρώτα έτη λειτουργίας του συγκροτήματος και της αντίστοιχης σχολής» (σ. 39).

υπόψη η Επιτροπή στην ονομαστική τους αξία, όπως διευκρινίζεται στην αιτιολογική σκέψη 76), η ΚΠΑ της επένδυσης εκτιμάται περίπου στο αρνητικό ποσό των 130 εκατ. ευρώ (βλέπε παράρτημα). Ως εκ τούτου, η επενδυτική ευκαιρία δεν είναι συμφέρουσα για έναν ιδιώτη επενδυτή.

(81) Η Επιτροπή προέβη εξίσου σε έλεγχο ανοχής σε σφάλματα, ο οποίος κατέδειξε ότι τα αποτελέσματα είναι απολύτως αξιόπιστα. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Επιτροπής, πέραν ενός εύλογου κατώτατου ορίου, τα αποτελέσματα δεν επηρεάζονται σχεδόν καθόλου από την τιμή του κόστους ευκαιρίας κεφαλαίου. Με άλλα λόγια, το αποτέλεσμα δεν τροποποιείται από σημαντικές μεταβολές στις τιμές των παραμέτρων που καθορίζει η Επιτροπή για τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου. Στο διάγραμμα που παρατίθεται απεικονίζονται οι κατά προσέγγιση τιμές της ΚΠΑ σε σχέση με διάφορες τιμές του κόστους κεφαλαίου (WACC) μεταξύ του 5 % και του 20 %. Το διάγραμμα καταδεικνύει ότι η ΚΠΑ λαμβάνει αρνητική τιμή όταν το WACC βρίσκεται μεταξύ 5 % και 6 %. Επομένως, εάν το κόστος κεφαλαίου είναι υψηλότερο από 6 %, ένας ιδιώτης επενδυτής δεν θα ήταν διατεθειμένος να αναλάβει την υλοποίηση του έργου. Επιπροσθέτως, όταν οι τιμές του WACC υπερβαίνουν το 10 %, η τιμή της ΚΠΑ παραμένει σχεδόν αμετάβλητη. Η Επιτροπή υπολόγισε WACC της τάξης περίπου του 14 %, προσδιορίζοντας συνεπώς ένα εύρος τιμών για τις οποίες μπορεί να συναχθεί, με υψηλό βαθμό αξιοπιστίας, το συμπέρασμα ότι το έργο δεν είναι οικονομικά αποδοτικό.



(82) Σε απάντησή τους στην εκτίμηση της Επιτροπής, βάσει έκθεσης που κατάρτισε εταιρεία συμβούλων ([30]), οι ισπανικές αρχές ισχυρίστηκαν ότι η εκτίμηση της Επιτροπής ήταν εσφαλμένη. Καταρχάς, παρότι η ανάλυση του CAPM αυτή καθεαυτήν θεωρήθηκε ορθή προσέγγιση, στην έκθεση της εταιρείας συμβούλων τέθηκαν υπό αμφισβήτηση οι τιμές των παραμέτρων που χρησιμοποίησε η Επιτροπή. Ειδικότερα, οι τιμές του ασφαλίστρου κινδύνου των μετοχών και των «συντελεστών βήτα» θα έπρεπε να είναι χαμηλότερες. Δεύτερον, για τον καθορισμό των σχετικών σημείων αναφοράς, η Επιτροπής δεν έπρεπε να χρησιμοποιήσει μόνο το επιχειρηματικό σχέδιο της Consultia IT, αλλά και το επιχειρηματικό σχέδιο του 2000 που καταρτίστηκε από την εταιρεία Arthur Andersen. Τρίτον, η Επιτροπή δεν χρησιμοποίησε τους κατάλληλους χρηματοοικονομικούς δείκτες για τον υπολογισμό της αναμενόμενης αποδοτικότητας του έργου Ciudad de la Luz. Τέλος, η Επιτροπή δεν έλαβε υπόψη τα αναμενόμενα έσοδα από την αξιοποίηση ξενοδοχειακών ζωνών και επαγγελματικών χώρων.

(83) Η Επιτροπή απέδειξε το αβάσιμο αυτών των επιχειρημάτων. Όσον αφορά το ασφάλιστρο κινδύνου των μετοχών, στο παράρτημα ΙΙ διευκρινίζονται με αρκετά αναλυτικό τρόπο οι λόγοι για τους οποίους δεν είναι δυνατόν να θεωρηθεί έγκυρο το εύρος τιμών που προτείνεται από την Ισπανία. Πρωτίστως, οι προτεινόμενες τιμές για το ασφάλιστρο αποτελούσαν εκτιμώμενες τιμές για το 2009 και όχι επικρατούσες τιμές κατά τα έτη 2000 και 2004. Είναι σαφές ότι οι εφαρμοστέες παράμετροι για την εκτίμηση του CAPM έπρεπε να ανταποκρίνονται στις ισχύουσες τιμές κατά τον χρόνο που ελήφθη η επιχειρηματική απόφαση. Στην πραγματικότητα, για την υπό εξέταση χρονική περίοδο, ο ίδιος ο συντάκτης τον οποίο επικαλούνται οι ισπανικές αρχές παρέχει εκτιμήσεις οι οποίες συνάδουν με την εκτίμησης της Επιτροπής. Στο παράρτημα ΙΙ διευκρινίζονται επίσης οι λόγοι για τους οποίους είναι λανθασμένο το αίτημα των ισπανικών αρχών για χρήση χαμηλότερων «συντελεστών βήτα». Η Επιτροπή χρησιμοποιεί τιμές από δημόσιες μελέτες στις οποίες έχουν υπολογιστεί οι συντελεστές βήτα για τους κύριους ανταγωνιστές της Ciudad de la Luz. Η πρόταση των ισπανικών αρχών για τη χρήση ιστορικών συντελεστών βήτα απορρίφθηκε από εμπειρογνώμονες του χρηματοοικονομικού τομέα.

(84) Το αίτημα των ισπανικών αρχών για εξέταση του επιχειρηματικού σχεδίου του 2000 λαμβάνεται υπόψη στο παράρτημα ΙΙ, στο οποίο παρέχεται σχετικός υπολογισμός. Όπως διαπιστώνεται, λόγω του υψηλότερου ασφαλίστρου κινδύνου και της υψηλότερης απόδοσης μηδενικού κινδύνου, η τιμή του WACC αναμένεται να είναι εν προκειμένω ακόμη υψηλότερη από ό,τι το 2004. Επίσης, ο εν λόγω υπολογισμός οδηγεί σε αρνητική τιμή ΚΠΑ. Τέλος, όσον αφορά τα πιθανά έσοδα από την αξιοποίηση ξενοδοχειακών ζωνών και επαγγελματικών χώρων, οι ισχυρισμοί των ισπανικών αρχών βασίζονταν σε νέα αποδεικτικά στοιχεία, ήτοι σε έξι εκθέσεις αποτίμησης της αξίας οικοπέδων που εκπονήθηκαν σε μεταγενέστερο στάδιο. Τα εν λόγω αποδεικτικά στοιχεία δεν συμπεριλαμβάνονταν στις πληροφορίες που μπορούσε να έχει στη διάθεσή του ένας επενδυτής εκείνη την περίοδο. Παρότι η έκθεση Andersen κάνει αναφορά στην πιθανότητα ανέγερσης ξενοδοχειακού συγκροτήματος, δεν περιέχει κανένα πληροφοριακό στοιχείο σχετικά με την αναμενόμενη αποδοτικότητα αυτού του έργου και δεν παρέχει κανένα επιχειρηματικό σχέδιο αναφορικά με τη συγκεκριμένη

([30]) Παραπομπή στη δεύτερη έκθεση της LECG.

χωροταξική ανάπτυξη. Εντούτοις, στο παράρτημα ΙΙ εξετάζονται λεπτομερώς οι προτεινόμενες εκ των υστέρων εκθέσεις χωροταξικής ανάπτυξης. Πρόκειται για μελέτες που παρουσιάζουν σοβαρά σφάλματα. Για παράδειγμα, οι τιμές συγκριτικής αξιολόγησης που προτείνονται για τη διαμόρφωση επαγγελματικών χώρων στο συγκρότημα της Ciudad de la Luz είναι οι τιμές των πλέον περιώνυμων εμπορικών οδών στο Αλικάντε. Δεδομένου ότι το συγκρότημα Ciudad de la Luz βρίσκεται έξω από την πόλη του Αλικάντε και δίπλα σε βιομηχανική ζώνη, οι εν λόγω τιμές αναφοράς είναι ιδιαίτερα διογκωμένες. Ομοίως, οι τιμές αναφοράς για τις ξενοδοχειακές εγκαταστάσεις βασίζονται σε ξενοδοχειακά συγκροτήματα τεσσάρων ή πέντε αστέρων. Δεν παρέχεται καμία ένδειξη βάσει της οποίας να αναμένεται επαρκής ζήτηση για ανάλογα ξενοδοχεία έξω από το Αλικάντε (και πλησίον αυτοκινητόδρομου και βιομηχανικής ζώνης).

(85) Εκτός από την εσωτερική αξιολόγηση που διενήργησε η ίδια, η Επιτροπή ανέθεσε επίσης την εκπόνηση ανεξάρτητης μελέτης σχετικά με το κατά πόσον ένας ιδιώτης επενδυτής θα ήταν διατεθειμένος να προβεί στην εν λόγω επένδυση στη Ciudad de la Luz υπό τους ίδιους όρους ([31]). Στην έκθεση Ecorys εξετάζονται διάφορα σενάρια, σύμφωνα με τα οποία το κόστος των ιδίων κεφαλαίων εκτιμάται μεταξύ 12,5 % και 21,4 % για την επένδυση το 2000 και μεταξύ 10,9 % και 15,9 % για τις περαιτέρω επενδύσεις το 2004. Κατά συνέπεια, το πόρισμα της μελέτης της Επιτροπής βρίσκεται εντός του εύρους τιμών που υπολόγισε η Ecorys. Αντιθέτως, ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης που υπολογίστηκε με βάση το επιχειρηματικό σχέδιο είναι σαφώς χαμηλότερος από το ελάχιστο κόστος των ιδίων κεφαλαίων, όπως εκτιμήθηκε από την Ecorys.

(86) Συνεπώς, η Ecorys κατέληξε στο γενικό συμπέρασμα ότι οι επενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν κατά τα έτη 2000 και 2004 δεν φαίνεται να συνάδουν με τη στάση ενός συνετού ιδιώτη επενδυτή στην οικονομία της αγοράς. Όσον αφορά το επιχειρηματικό σχέδιο του 2000, η Ecorys εκτιμά ότι στην περίπτωση της αναδιάρθρωσης της επιχείρησης σημειώνεται αρνητική τιμή ΚΠΑ της τάξης των 9,3 δισεκατ. ισπανικών πεσετών. Μια επένδυση στο χρηματιστήριο θα αποτελούσε σαφώς πιο ενδιαφέρουσα επένδυση για έναν συνετό επενδυτή της αγοράς. Όσον αφορά την επένδυση του 2004, η Ecorys καταλήγει στο συμπέρασμα ότι «ένας συνετός επενδυτής της αγοράς δεν θα αποφάσιζε πιθανότατα να περατώσει το έργο CDL, αλλά θα επέλεγε ενδεχομένως να αναλάβει την εκμετάλλευση των 6 υγιών σταδίων στα οποία έχει ήδη επενδύσει ή να διακόψει το έργο και να επωμιστεί τη σχετική ζημία» ([32]). Τέλος, η Ecorys θεωρεί ότι ένας ιδιώτης δανειστής δεν θα ήταν διατεθειμένος να χορηγήσει στο έργο συμμετοχικό δάνειο ή οιαδήποτε άλλη μορφή δανειακής χρηματοδότησης, διότι οι ταμειακές ροές του έργου δεν ήταν επαρκείς για τις πληρωμές της εξυπηρέτησης του χρέους.

(87) Για τον λόγο αυτόν, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι ούτε οι επενδύσεις που υλοποιήθηκαν στη Ciudad de la Luz κατά την περίοδο 2000-2004 ούτε οι επενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν έκτοτε τηρούν την αρχή του ιδιώτη επενδυτή στην οικονομία της αγοράς και, ως εκ τούτου, συνιστούν πλεονέκτημα για την επιχείρηση Ciudad de la Luz SAU. Δεδομένου ότι δεν πληρούνται τα κριτήρια της αρχής του ΙΕΟΑ, ένας επενδυτής στην οικονομία της αγοράς δεν θα ήταν διατεθειμένος ούτε να προβεί στη σχετική επένδυση το 2000 ούτε να συνεχίσει να επενδύει στο έργο με βάση το επιχειρηματικό σχέδιο του 2004.

(88) Κατά συνέπεια, η Επιτροπή εκτιμά ότι η συνολική αξία της επένδυσης έγκειται στο παρεχόμενο οικονομικό πλεονέκτημα. Τα δάνεια που χορήγησε η SPTCV στη Ciudad de la Luz ήταν δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι εγγράφηκαν στον ισολογισμό ως στοιχεία που προσιδιάζουν κατά κάποιον τρόπο σε ίδια κεφάλαια. Όπως επισημαίνει ήδη η Επιτροπή στην απόφαση κίνησης της διαδικασίας, το επιτόκιο των δανείων υπολογίστηκε με έναν σταθερό και έναν κυμαινόμενο συντελεστή. Ο συντελεστής του σταθερού επιτοκίου ήταν εξαιρετικά χαμηλός και δεν θα γινόταν δεκτός από έναν δανειστή της οικονομίας της αγοράς. Το ασυνήθιστα χαμηλό σταθερό τμήμα του δανείου θα μπορούσε, καταρχήν, να αντισταθμιστεί με την προοπτική επαρκούς απόδοσης επί του συμμετοχικού δανείου χάρη στο κυμαινόμενο τμήμα που συνδέεται με την αποδοτικότητα του έργου, αλλά η λύση αυτή δεν μπορούσε να εφαρμοστεί στην περίπτωση του υπό εξέταση έργου (βλέπε το σκεπτικό που παρατίθεται ανωτέρω σχετικά με την αρχή του επενδυτή στην οικονομία της αγοράς). Επιπροσθέτως, στις προβλέψεις και στους λογαριασμούς κερδών που προσκόμισαν οι ισπανικές αρχές στην Επιτροπή δεν περιλαμβάνονταν οι χρηματοπιστωτικές δαπάνες για την περίοδο 2002-2014. Τέλος, τα δάνεια έπρεπε να αποπληρωθούν θεωρητικά τον Απρίλιο του 2015, δηλαδή μετά την ημερομηνία περάτωσης του έργου (και ενδεχομένως της διάθεσής του), η οποία προβλεπόταν για το 2014, όρος ο οποίος δεν θα γινόταν δεκτός από έναν δανειστή της οικονομίας της αγοράς. Στην απάντησή τους με ημερομηνία 20 Απριλίου 2009 στην απόφαση κίνησης της διαδικασίας, οι ισπανικές αρχές διευκρίνισαν ότι τα εν λόγω δάνεια έπρεπε να εκληφθούν, από οικονομική άποψη, ως κεφαλαιακές εισροές, δεδομένου ότι ο δανειστής και ο μέτοχος ήταν το ίδιο πρόσωπο (ήτοι η SPTCV). Πράγματι, λόγω του γεγονότος ότι δεν εξοφλήθηκε (ούτε καν μερικώς) κανένα από τα δάνεια που χορηγήθηκαν κατά τα έτη 2005, 2007, 2008 και 2009 και ο δικαιούχος δεν κατέβαλε τόκους για τα εν λόγω δάνεια, θα πρέπει να θεωρηθούν εκ των πραγμάτων ως επένδυση μετοχικού κεφαλαίου. Σύμφωνα με τις πληροφορίες που προσκόμισαν οι ισπανικές αρχές τον Απρίλιο του 2012, το κεφάλαιο αυτό ανερχόταν έως τα τέλη του 2010 στο συνολικό ποσό των 265 089 599 ευρώ ([33]).

Επιλεκτικότητα

(89) Η ενίσχυση είναι επιπλέον επιλεκτική, διότι τα οφέλη που απορρέουν από τη χρηματοδοτική στήριξη παρέχουν πλεονέκτημα μόνο στις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον τομέα, και μάλιστα μόνο σε ορισμένες εξ αυτών.

Κρατικοί πόροι

(90) Η Επιτροπή επισημαίνει ότι η Generalitat Valenciana χρηματοδότησε την επένδυση μέσω του επενδυτικού βραχίονα της SPTCV, η οποία ανήκει εξ ολοκλήρου στην ιδιοκτησία

([31]) Ecorys, *Μελέτη σχετικά με την εφαρμογή της αρχής του ιδιώτη επενδυτή στην οικονομία της αγοράς στο πλαίσιο της δημόσιας επένδυσης στη Ciudad de la Luz*, 19 Ιουλίου 2011.

([32]) Έκθεση Ecorys, σ. 30 και 39.

([33]) Όπως αναφέρεται και στις αιτιολογικές σκέψεις 29 και 53. Δεδομένου ότι τα δάνεια θεωρούνται επένδυση μετοχικού κεφαλαίου, δεν λαμβάνεται υπόψη το μέρος των τόκων.

της, και ότι οι μελέτες που οδήγησαν στην υλοποίηση της δημόσιας επένδυσης στη Ciudad de la Luz εκπονήθηκαν για λογαριασμό της Generalitat Valenciana. Ως εκ τούτου, οι σχετικές χρηματοδοτήσεις μπορούν να θεωρηθούν κρατικοί πόροι.

Στρέβλωση του ανταγωνισμού

(91) Όταν χορηγηθείσα από το κράτος ενίσχυση καθιστά ισχυρότερη τη θέση μιας επιχείρησης σε σχέση με άλλες ανταγωνιστικές επιχειρήσεις, πρέπει να θεωρείται ότι οι επιχειρήσεις αυτές επηρεάζονται από την ενίσχυση. Η υπό εξέταση ενίσχυση καθιστά ισχυρότερη τη θέση της Ciudad de la Luz σε σχέση με άλλες ανταγωνιστικές επιχειρήσεις, διότι της παρέχει τη δυνατότητα να εισέλθει στην αγορά των συγκροτημάτων κινηματογραφικών γυρισμάτων. Πρόκειται για στρέβλωση του ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων που επωφελούνται από το μέτρο ενίσχυσης και εκείνων που δεν επωφελούνται από το μέτρο αυτό. Ακόμη και αν υποτεθεί ότι οι κινηματογραφικές παραγωγές σε άλλα κράτη μέλη, στα οποία είναι εγκατεστημένα άλλα συγκροτήματα κινηματογραφικών γυρισμάτων, λαμβάνουν επιδοτήσεις, το εν λόγω επιχείρημα δεν αντικρούει το γεγονός ότι υφίσταται στρέβλωση του ανταγωνισμού. Ένα μέτρο αυτού του είδους δεν παύει να χαρακτηρίζεται κρατική ενίσχυση απλώς και μόνο επειδή άλλα κράτη μέλη ενδέχεται να έχουν εγκρίνει εξίσου μέτρα στρέβλωσης της αγοράς. Καμία τέτοιου είδους «αντιστάθμιση» δεν εφαρμόζεται κατά την εξέταση των συνθηκών που συνδέονται με τη στρέβλωση του ανταγωνισμού.

Αντίκτυπος στις εμπορικές συναλλαγές

(92) Τέλος, η Επιτροπή εκτιμά ότι το υπό εξέταση μέτρο επηρεάζει τις συναλλαγές μεταξύ των κρατών μελών. Τα συγκροτήματα κινηματογραφικών γυρισμάτων προσφέρουν τη χρήση των εγκαταστάσεών τους σε διεθνή κλίμακα. Οι κινηματογραφικοί παραγωγοί διαπραγματεύονται σε τακτική βάση τις τιμές και τους όρους με διάφορα συγκροτήματα κινηματογραφικών γυρισμάτων που εδρεύουν σε διαφορετικά κράτη μέλη. Η Επιτροπή έχει εγκρίνει καθεστώτα ενισχύσεων, τόσο στην Ισπανία όσο και σε άλλα κράτη μέλη, τα οποία στηρίζουν την παραγωγή οπτικοακουστικών έργων και, ως εκ τούτου, ενθαρρύνουν έμμεσα τη χρήση εθνικών τεχνικών υποδομών, συμπεριλαμβανομένων εγκαταστάσεων κινηματογραφικών γυρισμάτων. Ωστόσο, σύμφωνα με το τέταρτο κριτήριο της ανακοίνωσης του 2001 για τον κινηματογράφο, δεν επιτρέπονται οι συμπληρωματικές ενισχύσεις για συγκεκριμένες κινηματογραφικές δραστηριότητες, μεταξύ των οποίων και η χρήση εγκαταστάσεων κινηματογραφικών γυρισμάτων.

Συμπέρασμα:

(93) Λαμβάνοντας υπόψη τα προαναφερθέντα, η Επιτροπή εκτιμά ότι το έργο εκχωρεί επιλεκτικό οικονομικό πλεονέκτημα στη Ciudad de la Luz. Το έργο λαμβάνει δημόσια χρηματοδότηση, νοθεύει τον ανταγωνισμό και επηρεάζει τις συναλλαγές μεταξύ των κρατών μελών. Για τον λόγο αυτόν, η Επιτροπή θεωρεί ότι το κοινοποιηθέν μέτρο συνιστά κρατική ενίσχυση κατά την έννοια του άρθρου 107 παράγραφος 1 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Συμβατότητα

(94) Η Επιτροπή οφείλει πρωτίστως να διασφαλίσει ότι η ενίσχυση δεν αντιβαίνει στις διατάξεις της ΣΛΕΕ όσον αφορά άλλα ζητήματα πέραν των κρατικών ενισχύσεων. Στην προκειμένη περίπτωση, η Επιτροπή παρέχει την εκτίμησή της με την επιφύλαξη περαιτέρω ευρημάτων που ενδέχεται να προκύψουν όσον αφορά τη συμβατότητα με τη νομοθεσία της ΕΕ σχετικά με τις δημόσιες συμβάσεις. Η ενίσχυση δεν εμπεριέχει άλλα στοιχεία τα οποία θα μπορούσαν να εγείρουν προβλήματα όσον αφορά τη γενική αρχή της νομιμότητας της ενίσχυσης.

(95) Όπως αναφέρεται στην απόφαση κίνησης της διαδικασίας, ως επικουρικό επιχείρημα σε περίπτωση που η Επιτροπή έκρινε ότι το υπό εξέταση μέτρο συνιστά κρατική ενίσχυση, οι ισπανικές αρχές ισχυρίστηκαν ότι ανάλογα μέτρα είναι συμβατά με το άρθρο 107 παράγραφος 3 ως μορφή περιφερειακής ενίσχυσης και ενίσχυσης γενικότερα που αποσκοπεί στην προώθηση του πολιτισμού.

Περιφερειακή ενίσχυση

(96) Η χορήγηση περιφερειακής ενίσχυσης για την κατασκευή των υποδομών της Ciudad de la Luz μπορεί να αιτιολογηθεί βάσει του σκεπτικού ότι η επένδυση υλοποιείται σε ενισχυόμενη περιοχή. Οι ισπανικές αρχές υποστήριξαν ότι, σύμφωνα με τους ισχύοντες κανόνες περιφερειακής ενίσχυσης κατά τη χρονική περίοδο 2000-2006 της αρχικής επενδυτικής απόφασης, επιτρεπόταν η χορήγηση μέγιστου ποσοστού ενισχύσεων ύψους 36 %.

(97) Λόγω το γεγονότος ότι πρόκειται για μη κοινοποιηθείσα ενίσχυση, ισχύουν οι κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τις κρατικές ενισχύσεις περιφερειακού χαρακτήρα για την περίοδο 2000-2006 ([34]). Το σημείο 4.2 των κατευθυντήριων γραμμών έχει ως εξής: «Προκειμένου να εξασφαλισθεί ότι οι ενισχυόμενες παραγωγικές επενδύσεις είναι βιώσιμες και υγιείς, η χρηματοδοτική συμβολή του αποδέκτη θα πρέπει να ανέρχεται τουλάχιστον στο 25 % του απαιτούμενου κεφαλαίου». Στην υποσημείωση 20 των κατευθυντήριων γραμμών διευκρινίζεται ότι το ελάχιστο ποσοστό συμβολής 25 % πρέπει να μην συνοδεύεται από καμία ενίσχυση. Παρότι υπήρχε ιδιώτης επενδυτής για το 25 % του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου ύψους 600 000 ευρώ, ο εν λόγω ιδιώτης επενδυτής ήταν η διαχειρίστρια εταιρεία του έργου έναντι αμοιβής και δεν προέβη σε περαιτέρω επενδύσεις στο έργο ούτως ώστε να αντισταθμιστεί το μεγαλύτερο ποσοστό της δημόσιας επένδυσης στο έργο. Συνεπώς, η πρώτη αυτή επένδυση δεν μπορεί να εξεταστεί μεμονωμένα από τη δημόσια επένδυση, διότι δεν αποτελεί αυτόνομη επένδυση. Επιπλέον, ο ιδιώτης επενδυτής εξαγοράστηκε από τη SPTCV τον Ιούλιο του 2004, χρόνο κατά τον οποίο η συμμετοχή του μειώθηκε στο 0,2 %.

(98) Οι ισπανικές αρχές προέβαλαν το επιχείρημα ότι αυτή καθεαυτήν η επένδυση της τάξης του 25 % εκ μέρους της SPTCV μπορούσε να εκληφθεί ως χρηματοδοτική συνεισφορά του αποδέκτη. Η Επιτροπή φρονεί ότι η συγκεκριμένη προσέγγιση, βάσει της οποίας το 25 % της επένδυσης καλύπτεται από φορέα του δημόσιου τομέα που δεν ενεργεί ως ιδιώτης επενδυτής (βλέπε ανωτέρω, ενότητα V, υποενότητα «Οικονομικό πλεονέκτημα»), ενώ το υπόλοιπο 75 % της επένδυσης παρέχεται επίσης από κρατικούς πόρους, δεν μπορεί να εξασφαλίσει ότι οι ενισχυόμενες παραγωγικές επενδύσεις είναι βιώσιμες και υγιείς.

([34]) ΕΕ C 74 της 10.3.1998, σ. 9.

(99) Λόγω του γεγονότος ότι η επένδυση στη Ciudad de la Luz έχει χρηματοδοτηθεί εξ ολοκλήρου από τη χορήγηση κρατικών πόρων μέσω της SPTCV, έπεται ότι δεν εκπληρώνεται η ανωτέρω προϋπόθεση.

Τομεακή ενίσχυση στον οπτικοακουστικό τομέα

(100) Σε ορισμένες περιπτώσεις, η Επιτροπή έχει εγκρίνει τη χορήγηση ενίσχυσης στον οπτικοακουστικό τομέα δυνάμει του άρθρου 107 παράγραφος 3 στοιχείο γ), λαμβάνοντας υπόψη τους πολιτιστικούς στόχους του άρθρου 167 της ΣΛΕΕ. Η πολιτιστική εξαίρεση μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε συνδυασμό με άλλες νομικές βάσεις για τη διασφάλιση της συμβατότητας, όπως στην περίπτωση της χρηματοδοτικής ενίσχυσης ορισμένων οικονομικών δραστηριοτήτων σύμφωνα με το άρθρο 107 παράγραφος 3 στοιχείο γ) της ΣΛΕΕ ([35]). Παρότι δεν διατυπώθηκε σχετική πρόταση από τις ισπανικές αρχές, υπό το πρίσμα των παρατηρήσεων που υπέβαλαν άλλα ενδιαφερόμενα μέρη, η νομική βάση εξετάζεται σύμφωνα με τα στοιχεία που παρατίθενται στη συνέχεια.

(101) Διενεργείται, βάσει του άρθρου 107 παράγραφος 3 στοιχείο γ) της ΣΛΕΕ, αξιολόγηση στο πλαίσιο ενός κριτηρίου τριών σημείων, το οποίο σταθμίζει τα οφέλη και τις αρνητικές επιπτώσεις του υπό εξέταση μέτρου.

(102) Κατά την εφαρμογή του εν λόγω κριτηρίου, η Επιτροπή εξετάζει τα εξής ερωτήματα:

α) Επιδιώκει το μέτρο ενίσχυσης άρτια καθορισμένο στόχο κοινού συμφέροντος (ήτοι αντιμετωπίζει η προτεινόμενη ενίσχυση τυχόν ανεπάρκειες της αγοράς ή θέτει άλλους σχετικούς στόχους);

β) Είναι η ενίσχυση άρτια σχεδιασμένη ώστε να συμβάλει στην επιτυχή υλοποίηση του στόχου του κοινού συμφέροντος; Ειδικότερα:

i) Συνιστά το μέτρο ενίσχυσης κατάλληλο μέσο, ήτοι υπάρχουν άλλα μέτρα που ενδείκνυνται ενδεχομένως περισσότερο προς τον σκοπό αυτό;

ii) Συνεπάγεται ενδεχομένως την παροχή κινήτρων, ήτοι συμβάλλει η ενίσχυση στην αλλαγή της νοοτροπίας των εταιρειών;

iii) Είναι το μέτρο ενίσχυσης αναλογικό, ήτοι θα μπορούσε να επιτευχθεί η ίδια αλλαγή νοοτροπίας με χαμηλότερο ποσοστό ενίσχυσης;

γ) Είναι περιορισμένης έκτασης οι στρεβλώσεις του ανταγωνισμού και οι επιπτώσεις στις εμπορικές συναλλαγές, ούτως ώστε να εξασφαλίζεται θετικό συνολικό αντισταθμιστικό αποτέλεσμα;

Στόχος του μέτρου ενίσχυσης

(103) Θεωρείται ότι υφίσταται «ανεπάρκεια της αγοράς» εάν το αποτέλεσμα της αγοράς δεν οδηγεί συνολικά σε υψηλότερο επίπεδο κοινωνικής πρόνοιας. Ανεπαρκές αποτέλεσμα της αγοράς μπορεί να προκύψει στην περίπτωση των επονομαζόμενων δημόσιων αγαθών ή αγαθών ιδιαίτερης κοινωνικής σημασίας ([36]). Τα αγαθά αυτά δημιουργούν θετικές εξωγενείς επιδράσεις, στο πλαίσιο των οποίων το κοινωνικό όφελος υπερισχύει του ιδιωτικού συμφέροντος. Συνεπεία τούτου, η παρεχόμενη ποσότητα είναι μικρότερη από τη βέλτιστη ποσότητα, στοιχείο το οποίο θα μπορούσε να αιτιολογήσει, με τη σειρά του, τη δημόσια παρέμβαση (και πιθανώς τη χορήγηση κρατικών επιδοτήσεων).

(104) Στην ΕΕ έχει διαμορφωθεί μια ιδιαίτερα ανταγωνιστική, εμπορική αγορά με σεβαστό αριθμό μεγάλων συγκροτημάτων κινηματογραφικών γυρισμάτων. Επιπλέον, όσον αφορά τις μείζονες κινηματογραφικές παραγωγές, τα ευρωπαϊκά συγκροτήματα κινηματογραφικών γυρισμάτων βρίσκονται αντιμέτωπα με τον ανταγωνισμό που ασκούν συγκροτήματα κινηματογραφικών γυρισμάτων εκτός της ΕΕ. Συνεπώς, οι εκ πρώτης όψεως ενδείξεις δεν υποδεικνύουν πιθανή ανεπάρκεια της αγοράς λόγω ανεπαρκούς προσφοράς και υψηλού κόστους εισόδου στην αγορά. Στην απάντησή τους στην απόφαση κίνησης της διαδικασίας, οι ισπανοί δημιουργοί κινηματογραφικών ταινιών ισχυρίζονται ότι η ισπανική αγορά δεν διέθετε παρεμφερείς υπηρεσίες υψηλής ποιότητας πριν από την κατασκευή των υποδομών της Ciudad de la Luz. Ειδικότερα, οι δημιουργοί κινηματογραφικών ταινιών της Βαλένθια επισήμαναν ότι η δυνατότητα πρόσβασης σε ένα τοπικό συγκρότημα κινηματογραφικών γυρισμάτων θα τους επέτρεπε να μειώσουν το κόστος παραγωγής (χαμηλότερα έξοδα μεταφοράς, εγγύτητα άλλων υπηρεσιών που είναι απαραίτητες για την εκάστοτε κινηματογραφική παραγωγή κ.λπ.).

(105) Ωστόσο, το γεγονός ότι οι εγχώριοι δημιουργοί κινηματογραφικών ταινιών αναμένεται να αποκομίσουν οφέλη από τη δραστηριότητα της Ciudad de la Luz δεν συνιστά επαρκή λόγο ώστε να στοιχειοθετηθεί «ανεπάρκεια της αγοράς» κατά την έννοια που περιγράφεται ανωτέρω. Καταρχάς, εάν θεωρηθεί ότι η Ciudad de la Luz διορθώνει κάποια ανεπάρκεια της αγοράς όσον αφορά την τοπική κινηματογραφική παραγωγή στην Ισπανία, αυτό σημαίνει ότι η δραστηριότητά της αντίκειται στον δεδηλωμένο στόχο των ισπανικών αρχών. Στην έκθεση της Consultia του 2004 θεωρούνται «έμμεσοι ανταγωνιστές» μόνο τα τοπικά συγκροτήματα κινηματογραφικών γυρισμάτων, καθώς η Ciudad de la Luz επρόκειτο να στραφεί, αντιθέτως, προς μεγάλες κινηματογραφικές παραγωγές.

([35]) Βλέπε ειδικότερα, υπόθεση κρατικής ενίσχυσης NN 84/2004 της 22ας Μαρτίου 2006 – Γαλλία – *Régimes d'aide au cinéma et à l'audiovisuel*. Στη συγκεκριμένη υπόθεση, η Επιτροπή ενέκρινε εκ των υστέρων, βάσει του άρθρου 107 παράγραφος 3 στοιχείο γ) ή/και στοιχείο δ) της ΣΛΕΕ, μέτρα ενίσχυσης για τη στήριξη, μεταξύ άλλων, της διανομής κινηματογραφικών παραγωγών, της ανέγερσης, ανακαίνισης ή του εκσυγχρονισμού κινηματογραφικών αιθουσών, της διανομής παραγωγών μουσικών βίντεο ή παραγωγών βίντεο, της Ε & Α και της ανάπτυξης μεταπαραγωγικών τεχνολογιών. Βλέπε επίσης υπόθεση κρατικής ενίσχυσης N 192/2008 της 11ης Απριλίου 2008 – Ισπανία – Προώθηση της μεταγλώττισης και του υποτιτλισμού κινηματογραφικών ταινιών στη βασκική γλώσσα.

([36]) Δημόσια αγαθά υφίστανται σε περίπτωση που δεν είναι δυνατή η παροχή ενός αγαθού ή μιας υπηρεσίας σε κάποιο άτομο χωρίς να αποκλείονται άλλα άτομα ή σε περίπτωση μονοπωλίου στην κατανάλωση (π.χ. δημόσιος φωτισμός, οδικά δίκτυα). Ως αγαθά γενικού συμφέροντος ή ιδιαίτερης κοινωνικής σημασίας νοούνται τα αγαθά και οι υπηρεσίες που κρίνει η κυβέρνηση ότι δεν καταναλώνονται επαρκώς από τους πολίτες και οφείλει, συνεπώς, να τα επιδοτήσει ή να τα παρέχει δωρεάν (π.χ. εκπαίδευση, δημόσιες βιβλιοθήκες).

(106) Δεύτερον, προκειμένου να αποδειχθεί κάποια ανεπάρκεια της αγοράς σε σχέση με τους ισπανούς δημιουργούς κινηματογραφικών ταινιών, απαιτείται να εξεταστεί αν το κοινωνικό όφελος που απορρέει από ένα συγκρότημα κινηματογραφικών γυρισμάτων όπως η Ciudad de la Luz είναι μεγαλύτερο από το αντίστοιχο κόστος. Το κριτήριο αυτό προϋποθέτει, μεταξύ άλλων στοιχείων, την εξέταση ενδεχόμενης ανεπάρκειας των υφιστάμενων υποδομών, αν δηλαδή οι ισπανοί δημιουργοί κινηματογραφικών ταινιών δεν μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις εγκαταστάσεις κινηματογραφικών γυρισμάτων που υπάρχουν ήδη στην Ισπανία (όπως τις εγκαταστάσεις των εταιρειών Video Planning, Cartuja Producciones και Loasur Audiovisual στην Ανδαλουσία, της εταιρείας Media Park στην Καταλονία, της εταιρείας Platós Valencia στη Βαλένθια, καθώς και των εταιρειών Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Estudios Los Ángeles και Flash Estudio στη Μαδρίτη) ή σε άλλα κράτη μέλη. Μολονότι οι ισπανοί κινηματογραφικοί παραγωγοί επισήμαναν ορισμένα (μη ποσοτικοποιημένα) πλεονεκτήματα που αποφέρει η Ciudad de la Luz από πλευράς κόστους, δεν υποστήριξαν ότι οι αντίστοιχες τοπικές υποδομές κινηματογραφικών γυρισμάτων ενδέχεται να είναι ουσιώδους σημασίας για την εγχώρια κινηματογραφική παραγωγή.

Άρτιος σχεδιασμός της ενίσχυσης

(107) Επιπροσθέτως, δεδομένου ότι δεν παρέχεται άρτιος ορισμός για την ανεπάρκεια της αγοράς που θα μπορούσε ενδεχομένως να αντιμετωπιστεί με το μέτρο ενίσχυσης, η εν λόγω ενίσχυση δεν μπορεί να θεωρείται κατάλληλη και αναλογική για την αντιμετώπιση της συγκεκριμένης ανεπάρκεια της αγοράς. Εάν η λειτουργία του συγκροτήματος κινηματογραφικών γυρισμάτων αποσκοπούσε στη στήριξη της τοπικής κινηματογραφικής παραγωγής, θα ήταν απαραίτητη, μεταξύ άλλων προϋποθέσεων, η σύγκριση της υλοποιούμενης επένδυσης με άλλα μέτρα συγκρίσιμης αποδοτικότητας για τους κινηματογραφικούς παραγωγούς. Οι ισπανικές αρχές δεν προέβησαν σε ανάλογη σύγκριση.

Στρέβλωση του ανταγωνισμού και του εμπορίου

(108) Σύμφωνα με το κριτήριο της αντιστάθμισης, απαιτείται επιπλέον μια εκτίμηση των αρνητικών επιπτώσεων από πλευράς *στρέβλωσης του ανταγωνισμού και του εμπορίου*. Δεδομένου ότι η παραγωγή έχει μειωθεί σημαντικά σε σχέση με τις αρχικές προβλέψεις και ότι το συγκρότημα έχει προσελκύσει κυρίως τοπική κινηματογραφική δραστηριότητα, θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι έως σήμερα οι συνέπειες στρέβλωσης του ανταγωνισμού υπέρ της Ciudad de la Luz είναι μάλλον περιορισμένες. Ωστόσο, ο αριθμός των κινηματογραφικών παραγωγών που έχουν γυριστεί στη Ciudad de la Luz δεν αποτελεί αξιόπιστη ένδειξη των ενδεχόμενων στρεβλωτικών επιπτώσεων. Με την είσοδο της Ciudad de la Luz στην ευρωπαϊκή αγορά συγκροτημάτων κινηματογραφικών γυρισμάτων, αυξήθηκε η συνολική προσφορά στον εν λόγω τομέα. Βάσει ενός απλού οικονομικού σκεπτικού, η εν λόγω αύξηση της προσφοράς θα έπρεπε να επιφέρει μια γενική μείωση των τιμών, ανεξαρτήτως του αριθμού παραγωγών που προσελκύει η Ciudad de la Luz. Καθώς θα επηρέαζε τη γενική τιμή της αγοράς, η εν λόγω μείωση δεν θα μπορούσε να διαπιστωθεί βάσει της σύγκρισης των τιμών της Ciudad de la Luz με εκείνες των ανταγωνιστών της. Επιπλέον, η κατασκευή του συγκροτήματος της Ciudad de la Luz μπορεί να ενθαρρύνει και άλλα κράτη μέλη να προβούν σε παρόμοιες επενδύσεις. Τέλος, λόγω των σύγχρονων εγκαταστάσεών της, είναι πιθανόν η θέση της Ciudad de la Luz στην αγορά να αλλάξει στο μέλλον.

(109) Με βάση τα ανωτέρω, το μέτρο ενίσχυσης δεν μπορεί να θεωρηθεί συμβιβάσιμο με την εσωτερική αγορά σύμφωνα με το άρθρο 107 παράγραφος 3 στοιχείο γ), καθώς δεν αποτελεί λύση για κάποια δυσλειτουργία της συγκεκριμένης αγοράς και είναι ικανό να επηρεάσει δυσμενώς τον ανταγωνισμό και το εμπόριο.

Πολιτιστική ενίσχυση — επενδύσεις στην κατασκευή συγκροτημάτων κινηματογραφικών γυρισμάτων

(110) Οι ισπανικές αρχές δεν προέβαλαν επιχειρήματα ώστε να τροποποιηθεί η άποψη της Επιτροπής η οποία εκφράζεται στη σχετική απόφαση κίνησης της διαδικασίας και σύμφωνα με την οποία η Επιτροπή «θεωρεί ότι δεν υπάρχει κανένα στοιχείο που να αποδεικνύει ότι η [πολιτιστική] εξαίρεση μπορεί να εφαρμοστεί στις κρατικές ενισχύσεις που χορηγούνται για την κάλυψη του κόστους κατασκευής και λειτουργίας ενός νέου, μεγάλου συγκροτήματος κινηματογραφικών γυρισμάτων». Η απόφαση κίνησης της διαδικασίας απέκλεισε τη δυνατότητα να θεωρηθούν τα συγκροτήματα κινηματογραφικών γυρισμάτων ως «πολιτιστικές υποδομές» λόγω του λίαν εξειδικευμένου χαρακτήρα τους και του περιορισμού της χρήσης τους στον οπτικοακουστικό τομέα (για την παραγωγή ταινιών, τηλεοπτικών παραγωγών και διαφημίσεων).

(111) Προκειμένου να εφαρμοστεί η πολιτιστική εξαίρεση που προβλέπεται στο άρθρο 107 παράγραφος 3 στοιχείο δ) της ΣΛΕΕ στη χρηματοδότηση που δεν καλύπτεται από την ανακοίνωση για τον κινηματογράφο, οι ενισχύσεις δεν θα έπρεπε να είναι μόνο αναγκαίες, αναλογικές και επαρκείς [όσον αφορά την ανωτέρω εκτίμηση βάσει του άρθρου 107 παράγραφος 3 στοιχείο γ)] αλλά, επιπλέον, να επιδιώκουν σκοπό πολιτιστικού χαρακτήρα. Καθώς προκύπτει ότι τα εν λόγω κριτήρια δεν συνάδουν με το άρθρο 107 παράγραφος 3 στοιχείο γ), το ίδιο ισχύει και για το άρθρο 107 παράγραφος 3 στοιχείο δ).

Πολιτιστική ενίσχυση – παροχή κινήτρων στους παραγωγούς κινηματογραφικών ταινιών

(112) Τον Δεκέμβριο του 2008 η Επιτροπή ενέκρινε τα κίνητρα για την παραγωγή ταινιών που προσέφερε η περιοχή της Βαλένθια με βάση την ανακοίνωση για τον κινηματογράφο ([37]). Προ της ημερομηνίας αυτής, κάθε παρεχόμενο από την περιφερειακή κυβέρνηση της Βαλένθια κίνητρο για την παραγωγή ταινιών στη Ciudad de la Luz δεν μπορεί να θεωρηθεί συμβατό στις περιπτώσεις κατά τις οποίες προϋπόθεση της ενίσχυσης ήταν η πραγματοποίηση των γυρισμάτων στη Ciudad de la Luz (κάτι τέτοιο αντίκειται στο τέταρτο κριτήριο της ανακοίνωσης για τον κινηματογράφο βάσει του οποίου αποκλείεται η χορήγηση πρόσθετων ενισχύσεων για συγκεκριμένες κινηματογραφικές δραστηριότητες).

([37]) Η ανακοίνωση του 2001 για τον κινηματογράφο καθορίζει τα κριτήρια βάσει των οποίων η πολιτιστική παρέκκλιση του άρθρου 107 παράγραφος 3 στοιχείο δ) θα μπορούσε να εφαρμόζεται στα καθεστώτα ενίσχυσης για την παραγωγή οπτικοακουστικών έργων.

(113) Τέλος, στο πλαίσιο της παρούσας απόφασης, δεν χρειάζεται να εξετασθεί περαιτέρω κατά πόσον χορηγήθηκαν ενισχύσεις σε παραγωγούς κινηματογραφικών ταινιών.

VI. **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ**

(114) Η Επιτροπή διαπιστώνει ότι η Ισπανία χορήγησε κρατική ενίσχυση στη Ciudad de la Luz SA κατά παράβαση του άρθρου 108 παράγραφος 3 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι επενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν από την περιφέρεια της Βαλένθια στη Ciudad de la Luz δεν θα είχαν πραγματοποιηθεί υπό τις ίδιες συνθήκες και όρους από έναν ιδιώτη επενδυτή. Ως εκ τούτου, η Επιτροπή θεωρεί ως παράνομες ενισχύσεις όλες τις δημόσιες επενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν στο πλαίσιο του εν λόγω έργου.

(115) Ως εκ τούτου, τον Δεκέμβριο του 2010, το ποσό ενίσχυσης αντιστοιχούσε στο σύνολο των άμεσων δημόσιων επενδύσεων στη Ciudad de la Luz SA ύψους 265 089 599 ευρώ καθώς και στα κίνητρα που δόθηκαν στους παραγωγούς κινηματογραφικών ταινιών υπό τον όρο της πραγματοποίησης των γυρισμάτων στη Ciudad de la Luz.

(116) Σύμφωνα με τη Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και την πάγια νομολογία του Δικαστηρίου, η Επιτροπή διαθέτει αρμοδιότητα να αποφασίζει κατά πόσον το ενδιαφερόμενο κράτος μέλος θα πρέπει να καταργήσει ή να τροποποιήσει την ενίσχυση ([38]) εφόσον διαπιστώσει ότι η εν λόγω ενίσχυση είναι ασυμβίβαστη με την εσωτερική αγορά. Επίσης, κατά την πάγια νομολογία του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου, η υποχρέωση κατάργησης ή τροποποίησης μιας ενίσχυσης ασυμβίβαστης με την εσωτερική αγορά που επιβάλλεται στο κράτος μέλος με απόφαση της Επιτροπής αποσκοπεί στην αποκατάσταση της προτέρας καταστάσεως ([39]). Σ' αυτό το πλαίσιο, το Δικαστήριο έχει αποφανθεί ότι ο στόχος αυτός επιτυγχάνεται όταν ο δικαιούχος επιστρέφει την παράνομη ενίσχυση και μ' αυτόν τον τρόπο χάνει το πλεονέκτημα που είχε έναντι των ανταγωνιστών του και η κατάσταση επανέρχεται σ' αυτήν που επικρατούσε πριν από τη χορήγηση της ενίσχυσης ([40]).

(117) Σύμφωνα με την εν λόγω νομολογία, το άρθρο 14 του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 659/1999 ([41]) ορίζει ότι «σε περίπτωση αρνητικής απόφασης για υπόθεση παράνομων ενισχύσεων, η Επιτροπή αποφασίζει την εκ μέρους του οικείου κράτους μέλους λήψη όλων των αναγκαίων μέτρων για την ανάκτηση της ενίσχυσης από τον δικαιούχο»,

ΕΞΕΔΩΣΕ ΤΗΝ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΠΟΦΑΣΗ:

Άρθρο 1

Η αρχική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και οι μεταγενέστερες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου ύψους 94 459 719 ευρώ, η αξία των οικοπέδων που παραχωρήθηκαν στη Ciudad de la Luz ύψους 9 800 040 ευρώ, τα συμμετοχικά δάνεια ύψους 115 εκατ. ευρώ, το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο που εκδόθηκε από το 2008 συνολικού ύψους 45 829 840 ευρώ και χορηγήθηκε παρανόμως στην Ισπανία από τη Ciudad de la Luz SA πριν από τις 31 Δεκεμβρίου 2010, καθώς και όλα τα κίνητρα που δόθηκαν σε παραγωγούς κινηματογραφικών ταινιών υπό τον όρο της πραγματοποίησης γυρισμάτων στη Ciudad de la Luz, κατά παράβαση του άρθρου 108 παράγραφος 3 της Συνθήκης, συνιστούν κρατική ενίσχυση ασυμβίβαστη με την εσωτερική αγορά.

Άρθρο 2

1. Η Ισπανία προβαίνει στην ανάκτηση, από τον δικαιούχο, της ασυμβίβαστης ενίσχυσης που χορηγήθηκε βάσει του άρθρου 1.

2. Τα προς ανάκτηση ποσά φέρουν τόκους από την ημερομηνία που τέθηκαν στη διάθεση του δικαιούχου έως ότου ανακτηθούν πλήρως.

3. Οι τόκοι υπολογίζονται με τη μέθοδο του ανατοκισμού σύμφωνα με τις διατάξεις του κεφαλαίου V του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 794/2004 του Συμβουλίου ([42]).

4. Η Ισπανία καταργεί τη χορήγηση οποιασδήποτε εκκρεμούσας ενίσχυσης αναφέρεται στο άρθρο 1 από την ημερομηνία ισχύος της παρούσας απόφασης.

Άρθρο 3

1. Η ενίσχυση που αναφέρεται στο άρθρο 1 πρέπει να ανακτηθεί άμεσα και πραγματικά.

2. Η Ισπανία διασφαλίζει την εκτέλεση της παρούσας απόφασης εντός τεσσάρων μηνών από την ημερομηνία της κοινοποίησής της.

Άρθρο 4

1. Εντός δύο μηνών από την κοινοποίηση της παρούσας απόφασης, η Ισπανία διαβιβάζει τις ακόλουθες πληροφορίες:

α) το συνολικό ποσό (κεφάλαιο και τόκους) που πρέπει να ανακτηθεί από τον δικαιούχο·

β) λεπτομερή περιγραφή των μέτρων που έχει ήδη λάβει και έχει προγραμματίσει να λάβει προς συμμόρφωση με την παρούσα απόφαση·

γ) έγγραφα που αποδεικνύουν ότι έχει δοθεί εντολή στον δικαιούχο να επιστρέψει την ενίσχυση.

2. Η Ισπανία τηρεί ενήμερη την Επιτροπή σχετικά με την πρόοδο των εθνικών μέτρων που λαμβάνονται για την εφαρμογή της παρούσας απόφασης μέχρις ότου ολοκληρωθεί η ανάκτηση της ενίσχυσης που αναφέρεται στο άρθρο 1. Διαβιβάζει πάραυτα, με αίτημα της Επιτροπής, πληροφορίες σχετικά με τα μέτρα που έχει ήδη λάβει και προγραμματίσει για να συμμορφωθεί προς την παρούσα απόφαση. Παρέχει, επιπλέον, λεπτομερείς πληροφορίες όσον αφορά το ποσό της ενίσχυσης και των τόκων που έχει ήδη ανακτήσει από τον δικαιούχο.

([38]) Απόφαση της 12ης Ιουλίου 1973, C-70/72, Γερμανία κατά Επιτροπής, σκέψη 13.

([39]) Απόφαση της 14ης Σεπτεμβρίου 1994, C-278/92, C-279/92 και C-280/92, Ισπανία κατά Επιτροπής, σκέψη 75.

([40]) Απόφαση της 17ης Ιουνίου 1999, C-75/97, Βέλγιο κατά Επιτροπής, σκέψεις 64-65.

([41]) ΕΕ L 83 της 27.3.1999, σ. 1.

([42]) ΕΕ L 125 της 28.4.2004, σ. 4.

Άρθρο 5

Η παρούσα απόφαση απευθύνεται στο Βασίλειο της Ισπανίας.

Βρυξέλλες, 8 Μαΐου 2012.

Για την Επιτροπή
Joaquín ALMUNIA
Αντιπρόεδρος

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

Πληροφορίες σχετικά με τα καταβληθέντα, τα προς ανάκτηση και τα ήδη ανακτηθέντα ποσά ενισχύσεων

Δικαιούχος	Συνολικό ύψος της ενίσχυσης που καταβλήθηκε στο πλαίσιο του καθεστώτος (*)	Συνολικό ύψος ποσού προς ανάκτηση (*) (Κεφάλαιο)	Ήδη ανακτηθέν συνολικό ποσό (*)	
			Κεφάλαιο	Τόκοι

(*) Εθνικό νόμισμα σε εκατ.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

Ciudad de la Luz (CDL) — Προσέγγιση για τον υπολογισμό του κατάλληλου κόστους κεφαλαίου σε αποφάσεις προϋπολογισμού κεφαλαίου — Ιούλιος 2009

Στόχος

Στόχος της παρούσας έκθεσης είναι να διαπιστωθεί αν η επένδυση στο σχέδιο ίδρυσης της εταιρείας Ciudad De la Luz (στο εξής: CDL) μπορεί να χαρακτηριστεί κρατική ενίσχυση. Σύμφωνα με την αρχή του ιδιώτη επενδυτή σε συνθήκες οικονομίας της αγοράς, η επένδυση που αναλαμβάνεται θεωρείται κρατική ενίσχυση εάν η αναμενόμενη αποζημίωση που θα λάβει το κράτος είναι χαμηλότερη από αυτήν που θα είχε ζητήσει ένας ιδιώτης επενδυτής υπό τις ίδιες συνθήκες για το συγκεκριμένο επενδυτικό σχέδιο.

Ένας επενδυτής ιδιωτικού κεφαλαίου (1) θα ήταν πρόθυμος να επενδύσει στο σχέδιο της CDL υπό την προϋπόθεση ότι ο αναμενόμενος εσωτερικός βαθμός απόδοσης (2) θα ήταν υψηλότερος ή ίσος με το κόστος ευκαιρίας ιδίων κεφαλαίων (3) (ήτοι με την απόδοση που θα μπορούσε να πραγματοποιήσει σε ένα παρόμοιο σχέδιο).

Στην ανάλυση που ακολουθεί, βαθμονομείται το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (στο εξής: υπόδειγμα CAPM) για να υπολογιστεί το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Τούτο συνιστά το κατάλληλο μέτρο που καθορίζει αν ένας ιδιώτης επενδυτής θα είχε αναλάβει το σχέδιο της CDL.

Το εύρος παραμέτρων που προκύπτει ως αποτέλεσμα συγκρίνεται εν συνεχεία με την εκ των υστέρων απόδοση ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος ανταγωνιστριών εταιρειών της CDL. Την εν λόγω προσέγγιση υιοθέτησε η εταιρεία οικονομικών αναλυτών LECG στην πρότασή της, ήτοι τη χρήση της εκ των υστέρων απόδοσης για να καθορίσει ένα σημείο αναφοράς του κόστους ευκαιρίας κεφαλαίου για το συγκεκριμένο είδος επενδυτικών σχεδίων. Όπως θα αναλύσουμε στη συνέχεια, ο υπολογισμός της εκ των υστέρων απόδοσης που επέλεξε η LECG δεν αποτελεί ενδεδειγμένη μέθοδο για τον καθορισμό ενός σημείου αναφοράς. Ακόμα πιο σημαντικό είναι το γεγονός ότι οποιοιδήποτε δείκτες μέτρησης της εκ των υστέρων απόδοσης δεν αντιπροσωπεύουν επαρκώς τις εκ των προτέρων απαιτούμενες αποδόσεις.

Διαπιστώνουμε ότι το κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου για το παρόν σχέδιο πρέπει να ανέρχεται σε 14,91 %, κατά προσέγγιση. Ως εκ τούτου, ένας ιδιώτης επενδυτής θα απαιτούσε εσωτερικό βαθμό απόδοσης άνω του 14,91 %. Σύμφωνα με το επιχειρηματικό σχέδιο που πρότεινε η CDL το 2004 (το οποίο αποτελεί τις πιο πρόσφατες οικονομικές πληροφορίες πάνω στις οποίες βασίζεται το παρόν σχέδιο), ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης για την επένδυση στη CDL ανερχόταν σε 5,74 % (4).

Συνεπώς, ένας ιδιώτης επενδυτής δεν θα είχε επενδύσει στο σχέδιο της CDL δεδομένου ότι ο εσωτερικός βαθμός απόδοσής του υπολείπεται του κόστους ευκαιρίας κεφαλαίου.

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων (5)

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων είναι ο ελάχιστος συντελεστής απαιτούμενης απόδοσης που καλείται να προσφέρει η CDL στους μετόχους της ως αποζημίωση για:

— τη χρονική αξία του χρήματος·

— τον κίνδυνο που συνδέεται με την επένδυση στη CDL.

Είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι ο σχετικός βαθμός απόδοσης αναφέρεται σε αναμενόμενη μελλοντική απόδοση και όχι σε μια πραγματοποιηθείσα απόδοση. Το κόστος ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει το κόστος ευκαιρίας της επένδυσης για μετόχους σε εταιρείες ή επενδυτικά σχέδια με τον ίδιο (ή παρόμοιο) επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο σαν αυτόν που εξετάζεται.

Στη συνέχεια, εφαρμόζουμε μια ευρέως αποδεκτή μέθοδο υπολογισμού του κόστους ιδίων κεφαλαίων, ήτοι το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (υπόδειγμα CAPM):

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

Όπου:

— K_e το κόστος ιδίων κεφαλαίων, εκπεφρασμένο ως ποσοστό επί τοις εκατό·

— R_f η απόδοση μηδενικού κινδύνου, εκπεφρασμένη ως ποσοστό επί τοις εκατό·

— $(R_m - R_f)$ το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς, εκπεφρασμένο ως ποσοστό επί τοις εκατό·

— β είναι ο συντελεστής «βήτα», μια μονάδα μέτρησης του συστηματικού (μη διαφοροποιήσιμου) κινδύνου που συνδέεται με τη μετοχή της CDL, και αντιπροσωπεύει τόσο τον επιχειρηματικό όσο και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

(1) Σε περίπτωση που δεν υφίστανται ξένα κεφάλαια.

(2) Εξ ορισμού, ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης ανταποκρίνεται στο επιτόκιο προεξόφλησης το οποίο καθιστά την καθαρή παρούσα αξία της επένδυσης ίση με μηδέν.

(3) Brealey και Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*, έκτη έκδοση (κεφάλαιο 5, σ. 100).

(4) Δεν πρέπει να εκληφθεί ότι η χρήση του εν λόγω σημείου αναφοράς καθιστά το συγκεκριμένο ποσοστό ακριβές. Οι προβλέψεις ταμειακών ροών δύσκολα καθορίζονται με ακρίβεια· ως εκ τούτου, είναι πιθανό ότι το 5,74 % αντιπροσωπεύει τουλάχιστον ένα ανώτατο όριο.

(5) Στο παράρτημα παρατίθεται ο γενικός ορισμός του σταθμισμένου μέσου κόστους κεφαλαίου (WACC), το οποίο περιλαμβάνει τόσο τα ίδια κεφάλαια όσο και τα ξένα.

Όσον αφορά την απόδοση μηδενικού κινδύνου, η πρακτική της αγοράς συνιστά να λαμβάνεται υπόψη το επιτόκιο μακροχρόνιων (συνήθως δεκαετών) κρατικών ομολόγων στη χώρα λειτουργίας της επιχείρησης.

Όσον αφορά το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς, πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι παραδοσιακές τιμές του ασφαλίστρου κινδύνου αγοράς εντός χρονικής περιόδου εύλογης διάρκειας. Αποτελεί κοινή πρακτική της αγοράς να λαμβάνεται υπόψη η διαφορά μεταξύ της ιστορικής απόδοσης ενός διαφοροποιημένου δείκτη μετοχών στη χώρα λειτουργίας της επιχείρησης, και της απόδοσης μηδενικού κινδύνου.

Εφαρμογή στην περίπτωση της Ciudad De La Luz

Η μέση ετήσια απόδοση δεκαετών κρατικών ομολόγων στην Ισπανία το 2004 ανερχόταν σε 4,1 % ([1]).

R_f = 4,1 %

Σύμφωνα με την άποψη του καθηγητή κ. Fernández (2004) ([2]), το παραδοσιακό ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς για κρατικά ομόλογα στην Ισπανία (κατά τη διάρκεια της περιόδου 1991-2003, η οποία ανταποκρίνεται κατά προσέγγιση στην περίοδο που προηγήθηκε της επένδυσής μας) κυμαίνεται μεταξύ 6,8 % και 9,3 % (η διαφορά έγκειται στη μέθοδο υπολογισμού του μέσου όρου - αριθμητικού έναντι γεωμετρικού). Λαμβάνουμε υπόψη το κατώτερο όριο του εν λόγω διαστήματος για να υπολογίσουμε το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς.

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

Τέλος, όσον αφορά τον υπολογισμό του συντελεστή β, χρησιμοποιούμε τις δημοσιευμένες πληροφορίες που απορρέουν από εταιρείες οι οποίες έχουν χαρακτηριστεί από τις ισπανικές αρχές ως άμεσες ανταγωνίστριες της CDL.

Το 2001 η KBC Securities δημοσίευσε έκθεση που περιείχε τις απαραίτητες πληροφορίες για τον υπολογισμό της καθαρής παρούσας αξίας μιας δεκαετούς επένδυσης στον όμιλο **Carrere Group**. Επισημαίνεται ότι τόσο η ημερομηνία όσο και η λήξη της επένδυσης συμπίπτουν κατά προσέγγιση με την εξεταζόμενη υπόθεση. Το επιτόκιο προεξόφλησης που χρησιμοποιήθηκε στην έκθεση της KBC ήταν 12 %, ενώ ο αναφερόμενος συντελεστής β ανερχόταν σε 1,8. Λαμβάνοντας υπόψη ότι το προφίλ χρηματοοικονομικού κινδύνου της **Carrere** διαφέρει από αυτό της CDL (η κεφαλαιακή διάρθρωση της Carrere περιλαμβάνει και ξένα κεφάλαια), πρέπει να προσαρμόσουμε τον εν λόγω συντελεστή β και να τον υπολογίσουμε χωρίς μόχλευση, προκειμένου να απομονώσουμε το προφίλ επιχειρηματικού κινδύνου. Ο τύπος υπολογισμού του συντελεστή β χωρίς μόχλευση έχει ως εξής:

$\beta_{\text{χωρίς μόχλευση}} = \beta_{\text{με μόχλευση}}/[1 + (1 - T)\ D/E]$

όπου: Τ ο ισχύων συντελεστής φορολογίας. Ο συντελεστής φορολογίας για τη Γαλλία, όπου διατηρεί την έδρα της η Carrere, κυμαίνεται γύρω στο 33 %, ενώ τα στοιχεία του δείκτη ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια διατίθενται στην πρωτότυπη έκθεση της KBC. Κατά τον χρόνο έκδοσης των μετοχών, ο δείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφάλαια ανερχόταν σε 10 %. Η εν λόγω τιμή επιβεβαιώθηκε με στοιχεία από τον οίκο Bloomberg.

Χρησιμοποιώντας τις παραπάνω παραμετρικές τιμές, η τιμή που προκύπτει ως αποτέλεσμα για τον συντελεστή β χωρίς μόχλευση, είναι:

$\beta_{\text{χωρίς μόχλευση}}$ = 1,68

Παρόμοια εκτίμηση πραγματοποιήθηκε στη Γερμανία το 2008 από την εταιρεία συμβούλων «Der Spezialist für Finanzaktien» για τη **Studio Babelsberg**, άλλη μία εταιρεία που χαρακτηρίζεται από τις ισπανικές αρχές ως άμεση ανταγωνίστρια της CDL. Στην εν λόγω έκθεση, το κόστος ιδίων κεφαλαίων υπολογιζόταν σε 12 % και ο συντελεστής β σε 1,5. Την περίοδο που δημοσιεύτηκε η έκθεση, η **Studio Babelsberg** ήταν εταιρεία με μηδενικά ξένα κεφάλαια, γεγονός που σημαίνει ότι η κεφαλαιακή της διάρθρωση ήταν ίδια με αυτήν της CDL· ως εκ τούτου, στην προκειμένη περίπτωση δεν χρειάζεται να προσαρμόσουμε τον συντελεστή β.

Τα εν λόγω άμεσα αποδεικτικά στοιχεία που απορρέουν από αναλυτικές εκθέσεις των δύο άμεσων ανταγωνιστών υποδηλώνουν ότι ο εφαρμοστέος συντελεστής β για τη CDL κυμαίνεται (τουλάχιστον) μεταξύ 1,5 – 1,68. Επιπλέον, η επένδυση στη CDL είναι πιθανό να συνεπάγεται έναν υψηλότερο βαθμό κινδύνου ιδιοσυγκρασίας για τους λόγους που ήδη ανέλυσε η Επιτροπή. Επομένως, ο συντελεστής β της CDL είναι πιθανά υψηλότερος από αυτόν των ανταγωνιστριών εταιρειών της.

Στη συνέχεια, χρησιμοποιούμε τον αριθμητικό μέσο όρο των δύο αυτών τιμών και τον αποδίδουμε στη CDL (παρά το γεγονός ότι ο κίνδυνος ιδιοσυγκρασίας που συνδέεται με τη CDL ενδέχεται να είναι υψηλότερος). Πρέπει να σημειωθεί ότι τα εν λόγω στοιχεία παρασχέθηκαν από οικονομικούς αναλυτές οι οποίοι εκπόνησαν διεξοδική ανάλυση των περιπτώσεων Carrere και Studio Babelsberg.

Επομένως, το κατώτερο όριο της αναμενόμενης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων για έναν ιδιώτη επενδυτή θα ανερχόταν σε:

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

Το ποσοστό που προκύπτει είναι χρήσιμο, καθώς υποδεικνύει ότι μπορεί να αποκλειστεί ευθύς εξαρχής μια τιμή αισθητά κάτω του **14,91 %** για το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC).

Παγίδες στη μεθοδολογία της LECG

Η εκτίμηση που διενεργήθηκε για τη μελέτη της LECG και καταλήγει σε ένα επιτόκιο προεξόφλησης ύψους 5,15 %, παρουσιάζει ατέλειες ως προς τη μεθοδολογία. Σύμφωνα με την LECG, η σωστή αντιπροσωπευτική τιμή για το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC) είναι η πραγματοποιηθείσα απόδοση ενεργητικού (ROA) μιας, ή ίσως δύο, ανταγωνιστριών εταιρειών (Pinewood και Babelsberg).

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

Κατά πρώτον, οι λογιστικές αποδόσεις, όπως ο δείκτης ROA, δεν πρέπει γενικά να λαμβάνονται υπόψη ως ορθή μέτρηση της αναμενόμενης μέσης απόδοσης ενός επενδυτή, για τρεις τουλάχιστον λόγους [1]. Οι λογιστικές αποδόσεις υπολογίζονται σε ετήσια βάση, ενώ ένας επενδυτής που σκέφτεται εκλογικευμένα θα λαμβάνει υπόψη την απόδοση που πραγματοποιείται σε ολόκληρη τη διάρκεια του επενδυτικού σχεδίου. Δεύτερον, οι λογιστικές πληροφορίες αποτελούν ιστορικά στοιχεία σχετικά με την εταιρεία και ως εκ τούτου προσαρμόζονται καλύτερα για την εκτίμηση της εκ των υστέρων απόδοσης της εταιρείας παρά για την εκ των προτέρων αναμενόμενη αποδοτικότητα των επενδύσεων. Τέλος, οι επενδυτές δεν ενδιαφέρονται πραγματικά για τα λογιστικά έσοδα αλλά μάλλον για χρηματικά κέρδη, ήτοι τις ταμειακές ροές που λαμβάνουν από την επένδυσή τους.

Πέραν τούτου, η LECG θα έπρεπε να είχε συγκρίνει τον υπολογισμό του WACC με τον δείκτη ROCE (απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων) και όχι με τον δείκτη ROA. Η τιμή του WACC αναφέρεται σε ολόκληρο το κεφάλαιο, ήτοι στα ίδια κεφάλαια και τα δανειακά κεφάλαια. Ωστόσο, στη στήλη των υποχρεώσεων ενός συνηθισμένου ισολογισμού δεν αναφέρονται μόνο τα ίδια κεφάλαια και τα δανειακά κεφάλαια, αλλά και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, ήτοι οι οφειλές σε προμηθευτές. Συνεπώς, το σύνολο του ενεργητικού είναι ίσο ή μεγαλύτερο του συνολικού κεφαλαίου και, για μια συγκεκριμένη απόδοση, ο δείκτης ROA είναι χαμηλότερος ή ίσος με τον δείκτη ROCE [2]. Ως εκ τούτου, ο δείκτης που πρέπει να συγκριθεί με το WACC είναι ο ROCE και όχι ο ROA. Ένα σχέδιο πραγματοποιεί θετική αξία μόνο υπό την προϋπόθεση ότι η πραγματοποιηθείσα απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων είναι ίση ή μεγαλύτερη από το WACC.

Στοιχεία ανταγωνιστών

Πριν αναφερθούμε σε στοιχεία της αγοράς, επισημαίνουμε για άλλη μία φορά ότι το σχετικό σημείο αναφοράς είναι το εκ των προτέρων κόστος ιδίων κεφαλαίων. Οι εκ των υστέρων παρατηρούμενες αποδόσεις δεν αντιπροσωπεύουν επαρκώς τις εκ των προτέρων προσδοκίες, καθώς οι εκ των υστέρων πραγματοποιηθείσες αποδόσεις δεν είναι απαραιτήτως ίσες με τις εκ των προτέρων απαιτούμενες αποδόσεις. Εάν οι επενδυτές ενδιαφέρονται για την παρελθοντική αποδοτικότητα ενός κλάδου, πρέπει να λάβουν υπόψη τον δείκτη ROCE, μία εκ των υστέρων απόδοση σχετικά ουδέτερη προς την κεφαλαιακή διάρθρωση διαφόρων εταιρειών, δεδομένου ότι περιλαμβάνει τόσο τα ξένα όσο και τα ίδια κεφάλαια. Με την άνοδο του επιπέδου μόχλευσης σε μία εταιρεία, αυξάνεται και η απόδοση ιδίων κεφαλαίων για τους μετόχους, σε σύγκριση με τον δείκτη ROCE.

Στη συνέχεια, αναλύουμε στοιχεία του δείκτη ROCE μιας αντιπροσωπευτικής ομάδας ανταγωνιστριών εταιρειών από διάφορες πηγές και παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα δεν διαφέρουν από τη βαθμονόμηση που διενεργήσαμε.

1. *Στοιχεία από το σύστημα AMADEUS*

Το σύστημα AMADEUS αποτελεί μια ολοκληρωμένη, πανευρωπαϊκή βάση δεδομένων που περιλαμβάνει χρηματοοικονομικές πληροφορίες για περισσότερες από 11 εκατ. δημόσιες και ιδιωτικές εταιρείες σε 41 ευρωπαϊκές χώρες και διατίθεται από την Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing. Η BvD είναι παγκοσμίως ένας από τους ηγετικούς παρόχους πληροφοριών επί ισολογισμών σε επίπεδο εταιρειών, καλύπτοντας εκτεταμένα την Ευρώπη.

Η διάμεσος είναι ο αριθμός που διαχωρίζει το υψηλότερο μισό ενός δείγματος από το χαμηλότερο μισό. Είτε οι παρατηρούμενες τιμές ταξινομούνται κατά αύξουσα είτε κατά φθίνουσα διάταξη, η διάμεσος είναι η τιμή που βρίσκεται στη μέση.

Η μέση αριθμητική τιμή (μέσος όρος) είναι το πηλίκο από το άθροισμα όλων των παρατηρούμενων τιμών διά του πλήθους των παρατηρήσεων.

Για πολλές κατανομές, ο διάμεσος και η μέση τιμή συμπίπτουν. Εμπειρικά, οι δύο αυτοί αριθμοί ενδέχεται να διαφέρουν αισθητά εάν, παρά το μεγάλο δείγμα, η παρατηρούμενη κατανομή παρουσιάζει κυρτότητα (παραδείγματος χάριν, επειδή περιλαμβάνει πλήθος ακραίων τιμών, δηλαδή ακραίες παρατηρήσεις).

Τα στοιχεία που παρουσιάζουμε παρακάτω χαρακτηρίζονται από μέσες τιμές υψηλότερες της διαμέσου (θετική κυρτότητα). Δεδομένου ότι η μέση τιμή επηρεάζεται εύκολα από ακραίες τιμές, εστιάζουμε στη διάμεσο. Σημειώνεται ότι η εν λόγω επιλογή οδηγεί σε πόρισμα χαμηλότερων αποδόσεων σε σύγκριση με αυτό που θα προέκυπτε αν χρησιμοποιούσαμε τον μέσο όρο του δείγματος.

Ανάλυση ομάδων εφάμιλλων εταιρειών

Εάν θεωρήσουμε ότι ένα πολύ εκτεταμένο δείγμα αποτελείται από όλες τις επιχειρήσεις του κλάδου 921 κατά NACE (δραστηριότητες κινηματογραφικών ταινιών και βίντεο), τότε αποκομίζουμε περισσότερες από 11 000 παρατηρήσεις για την περίοδο 1994-2008.

	Διάμεσος
Απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων (δείκτης ROCE)	13,56 %

[1] Hans W. Friederiszick και Michael Troge, DG COMP, CET, 'Applying the MEIP to State Owned Companies – Lessons learned from the German Landesbanken Cases', *Competition Policy Newsletter*, No. 1, άνοιξη 2006.

[2] Η εν λόγω σύγχυση προκύπτει συχνά επειδή στη βιβλιογραφία των χρηματοοικονομικών, ορισμένοι συγγραφείς λαμβάνουν υπόψη έναν απλοποιημένο ισολογισμό που αναφέρει μόνο ίδια κεφάλαια και δανειακά κεφάλαια και παραλείπει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Σ' αυτές τις περιπτώσεις, πράγματι ο δείκτης ROA ισούται με τον δείκτη ROCE. Στην πραγματικότητα όμως, ο κανόνας διαφέρει.

Οι εταιρείες Pinewood-Shepperton, Carrere Group και Barrandov Studio ανήκουν στον πιο ειδικευμένο τετραψήφιο κωδικό NACE 9211 (Παραγωγή κινηματογραφικών ταινιών και βίντεο). Πλέον των κατηγοριοποιήσεων βάσει NACE, το σύστημα AMADEUS παρέχει έναν καλύτερο ορισμό εφάμιλλων εταιρειών, κατηγοριοποιώντας τες στον ίδιο κωδικό NACE ανάλογα με το μέγεθός τους. Οι εταιρείες Pinewood-Shepperton, Carrere Group και Barrandov Studio ανήκουν στην ομάδα των «πολύ μεγάλων επιχειρήσεων» του κωδικού NACE 9211 (ο ορισμός «πολύ μεγάλες» δεν συνιστά απόλυτη μονάδα μέτρησης αλλά σχετική προς τις υπόλοιπες εταιρείες που ανήκουν στον κωδικό NACE 9211). Η διάμεσος [1] για την παρούσα ομάδα 45 εφάμιλλων επιχειρήσεων για την περίοδο 2000-2006, στις περιπτώσεις όπου τα στοιχεία ήταν διαθέσιμα, είναι:

	Διάμεσος
Δείκτης ROCE	10,1 %

Η Studio Babelsberg εντάσσεται στο σύστημα AMADEUS στον ίδιο κωδικό NACE όπως οι τρεις προαναφερθείσες εταιρείες, αλλά χαρακτηρίζεται απλώς «μεγάλη επιχείρηση». Η ομάδα εφάμιλλων «μεγάλων επιχειρήσεων» για τον κωδικό NACE 9211 απαρτίζεται από 133 επιχειρήσεις. Η διάμεσος της ομάδας αυτής για την ίδια περίοδο (2000-2006) είναι:

	Διάμεσος
Δείκτης ROCE	10,1 %

Η Cinecitta Studios εντάσσεται στον κωδικό NACE για «διαφημιστικές δραστηριότητες», γεγονός που συνεπάγεται ότι η ομάδα εφάμιλλων εταιρειών είναι ακατάλληλη για σκοπούς σύγκρισης. Η CDL, επίσης, ταξινομήθηκε σε μια ομάδα εφάμιλλων εταιρειών με κωδικό NACE 7413 (έρευνα αγοράς και δημοσκοπήσεις της κοινής γνώμης), που κατά την άποψή μας δεν έχει σημασία για την αξιολόγησή μας.

2. *Στοιχεία από την ORBIS* [2]

Με σκοπό την άντληση πληροφοριών σχετικά με τις εταιρείες που αναφέρονται στην πρόταση των ισπανικών αρχών, ήταν απαραίτητο να συμβουλευθούμε την ORBIS. Στην ORBIS διατίθενταν πληροφορίες για τις ακόλουθες επιχειρήσεις:

— Pinewood Shepperton

— Studio Babelsberg

— Carrere Group

— Cinecitta

— Ealing Studios

— Barrandov

— Prime Focus

— Ray Corp

— EUROPACORP

Η διάμεσος των εν λόγω επιχειρήσεων και για την περίοδο 2002-2007 είναι:

	Διάμεσος
Δείκτης ROCE	10,82 %

Δεδομένου ότι η εν λόγω ομάδα επιχειρήσεων απαρτίζεται από εταιρείες που χαρακτηρίζονται σαφώς ως ανταγωνίστριες, δεν υφίσταται κίνδυνος να περιληφθεί μία «ακραία τιμή» που να μην είναι πραγματικά ενεργή στο ίδιο τμήμα με αυτό της CDL (γεγονός που ενδέχεται να ισχύει για τις ομάδες εφάμιλλων εταιρειών που έχουν δημιουργηθεί στο σύστημα AMADEUS). Προς τούτο, αναφέρουμε επίσης τον μέσο όρο που ισχύει για την εν λόγω ομάδα για την περίοδο μεταξύ 2000-2007.

	Μέσος όρος
Δείκτης ROCE	12,26 %

[1] Όπως αναφέρεται παραπάνω, η διάμεσος για την εν λόγω ομάδα είναι χαμηλότερη του αριθμητικού μέσου όρου. Όσον αφορά την παρούσα ανάλυση ομάδων εφάμιλλων εταιρειών, το σύστημα AMADEUS παραθέτει την ετήσια διάμεσο του δείκτη ROCE που απορρέει από ολόκληρη την ομάδα εφάμιλλων εταιρειών. Προκειμένου να αποκομίσουμε συγκεντρωτικά αποτελέσματα για τη διάρκεια των ετών (ο αριθμός που αναφέρεται στο κείμενο), υπολογίσαμε τη «διάμεσο των ετήσιων διαμέσων».

[2] Η ORBIS είναι μια παγκόσμια βάση δεδομένων η οποία διαθέτει πληροφορίες για περισσότερες από 50 εκατ. εταιρείες παγκοσμίως (Bureau van Dijk Electronic Publishing).

Συμπέρασμα

Το βαθμονομημένο κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου για την επένδυση στη CDL ανέρχεται σε 14,91 %. Εάν λάβουμε υπόψη το επιχειρηματικό σχέδιο 2004 που πρότεινε η CDL και την ανάλυση της LECG στην ονομαστική αξία, ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης για το εν λόγω σχέδιο είναι 5,74 %. Ωστόσο, τονίζουμε ότι οι ταμειακές ροές που προβλέφθηκαν στο επιχειρηματικό σχέδιο του 2004 εμφανίζονται αναίτια αισιόδοξες, λαμβάνοντας ιδίως υπόψη τις πραγματικές ζημιές που υπέστη η εταιρεία κατά τη διάρκεια της περιόδου 2002-2004 [1]. Με δεδομένα τα στοιχεία που έχουμε στη διάθεσή μας, είναι δυνατό να εικάσουμε ότι οι αναμενόμενες ταμειακές ροές που παρουσιάζονται στο επιχειρηματικό σχέδιο του 2004 αντιπροσώπευαν ένα ανώτατο όριο.

Όπως αναφέρεται στην εισαγωγή, ένας επενδυτής θα αποφάσιζε να επενδύσει σε ένα σχέδιο μόνο εάν ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης ήταν μεγαλύτερος από το κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου. Συνεπώς, ένας επενδυτής στη CDL θα είχε ζητήσει έναν εσωτερικό βαθμό απόδοσης κατά πολύ υψηλότερο (ήτοι 14,91 % τουλάχιστον) προκειμένου να επενδύσει στο εν λόγω σχέδιο. Μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η επένδυση που έγινε στη CDL δεν πληρούσε την αρχή του ιδιώτη επενδυτή σε συνθήκες οικονομίας της αγοράς.

Με WACC ίσο με 14,91 % και θεωρώντας ότι οι προβλέψεις του 2004 για τις ταμειακές ροές αντιπροσωπεύουν ένα ανώτατο όριο, υπολογίσαμε την καθαρή παρούσα αξία (ΚΠΑ) του σχεδίου ως το άθροισμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Βάσει της πρότασης που υπέβαλαν οι ισπανικές αρχές, προκύπτει ότι η επένδυση ύψους 199 εκατ. είναι το άθροισμα των ταμειακών ροών κατά την περίοδο 2005-2007. Η ταμειακή ροή της τελευταίας περιόδου περιλαμβάνει την υπολειμματική αξία, που υπολογίζεται βάσει της μεθόδου προεξόφλησης μελλοντικών μερισμάτων:

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

Όπου D_t το μέρισμα που θα καταβληθεί κατά το έτος t, όπου g ο ρυθμός ανάπτυξης του μερίσματος και όπου r το επιτόκιο προεξόφλησης.

Ο λόγος αυτός επηρεάζεται εύκολα από τις παραμέτρους D_t και g. Ο ακριβής υπολογισμός εκτιμήσεων για το D_t και το g δεν εμπίπτει στον σκοπό της παρούσας έκθεσης. Προς τούτο, χρησιμοποιούμε ως σημείο αναφοράς τις τιμές που προτείνουν οι ισπανικές αρχές, δηλαδή D_t = 8 651 (ταμειακή ροή προηγούμενης περιόδου) και g = 2,553 % (το ποσοστό πληθωρισμού). Ωστόσο, εφαρμόζουμε το εκτιμώμενο επιτόκιο προεξόφλησης ύψους 14,91 %. Βάσει των εν λόγω παραμέτρων η απόδοση του σχεδίου παρουσιάζει αρνητική καθαρή παρούσα αξία – ΚΠΑ ίση με – 131,65 εκατ.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ταμειακές ροές	– 884	– 1 792	– 2 601	– 118 177	– 55 813	– 25 088	4 462
Προεξόφληση	(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
ΠΤΡ	**– 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	ΚΠΑ
Ταμειακές ροές	5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	*80 447*	
Προεξόφληση	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	
ΠΤΡ	**2 758,17**	**2 849,86**	**2 586,30**	**2 650,40**	**2 378,07**	**20 041,62**	**– 131,65**

Παρατηρήσεις επί της τελευταίας πρότασης (25 Μαρτίου)

Η πρόταση της 25ης Μαρτίου στερείται μεθοδολογικής πειθαρχίας και προβαίνει σε ορισμένους βασικούς ισχυρισμούς που στην καλύτερη περίπτωση κρίνονται αβάσιμοι. Αναφέρει ότι:

[1] Πηγή: Εταιρική έκθεση ORBIS.

...«Για να υπολογιστεί η εν λόγω απόδοση και κυρίως, το ασφάλιστρο κινδύνου που θα απαιτούσε ένας ιδιώτης επενδυτής από ένα σχέδιο, χρησιμοποιούνται διάφορα μοντέλα υπολογισμού, εκ των οποίων το πλέον συνηθισμένο είναι το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (υπόδειγμα CAPM). Για παράδειγμα, εάν εφαρμοστεί το εν λόγω υπόδειγμα στην εξεταζόμενη υπόθεση, ένας ιδιώτης επενδυτής θα ζητούσε ασφάλιστρο κινδύνου, και όχι απόδοση, ύψους 3,75 % το 2000 και 2,07 % το 2004».

Στη συνέχεια, παρατίθεται ο ακόλουθος πίνακας:

Table 1

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

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

Επομένως, στην πρόταση προβάλλεται ο ισχυρισμός ότι ο συντελεστής β για τη CDL είναι ίσος με 0,395. Τούτο συνιστά μια αβάσιμη εικασία η οποία δεν υποστηρίζεται από αδιάσειστα και επαληθεύσιμα στοιχεία. Επιπλέον, δεν είναι εύκολο να την ακολουθήσουμε βάσει κοινής λογικής.

Εν συνεχεία, παραθέτουμε αποσπάσματα από τους Brealey και Myers, οι οποίοι αποτελούν την κεντρική αναφορά στην πρόταση της LECG.

«… ο συντελεστής β μετρά τον βαθμό ευαισθησίας ενός τίτλου στις διακυμάνσεις της αγοράς. Μετοχές με συντελεστές β άνω του 1,0 τείνουν να ενισχύουν τις συνολικές διακυμάνσεις της αγοράς. Μετοχές με συντελεστή β μεταξύ 0 και 1,0 τείνουν να κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση με την αγορά, χωρίς να σημειώνουν εξίσου μεγάλη πορεία. Βεβαίως, η αγορά είναι το "χαρτοφυλάκιο όλων των μετοχών", και συνεπώς η "μέση" μετοχή έχει έναν συντελεστή β ίσον με 1,0.» (κεφάλαιο έβδομο, σ. 174).

Εν ολίγοις, μετοχές με υψηλότερο συντελεστή β συνεπάγονται μεγαλύτερη αστάθεια και ενέχουν συνεπώς μεγαλύτερο κίνδυνο.

Η επένδυση στη CDL ενέχει τουλάχιστον τον ίδιο κίνδυνο με μια επένδυση στους καθιερωμένους ανταγωνιστές της, των οποίων οι συντελεστές β κυμαίνονται αισθητά πάνω από 1 (βλέπε εκτιμήσεις των εταιρειών KBC Securities και «Spezialist für Finanzaktien»).

Τέλος, όσον αφορά την απόδοση μηδενικού κινδύνου, φαίνεται εξαιρετικά ευκαιριακό να γίνεται αναφορά στην παρούσα προσωρινή χρηματοπιστωτική κρίση προκειμένου να διαψευστεί η τιμή που επιλέχθηκε από την Επιτροπή, η οποία ανταποκρίνεται στην απόδοση μηδενικού κινδύνου κατά την περίοδο της επένδυσης στη CDL.

Προσάρτημα

Για να χρηματοδοτηθεί ένα σχέδιο, οι επενδυτές πρέπει να επενδύσουν ορισμένο κεφάλαιο. Το κεφάλαιο αυτό έχει ένα κόστος. Το κόστος αυτό ονομάζεται το κόστος κεφαλαίου.

Κατά κανόνα, υπάρχουν 2 γενικές πηγές κεφαλαίου:

— Ίδια κεφάλαια (E)

— Δανειακά/ξένα κεφάλαια (D)

Το άθροισμα ιδίων και ξένων κεφαλαίων σχηματίζει το συνολικό κεφάλαιο (C), εκπεφρασμένο σε ευρώ. Καθεμία από αυτές τις πηγές έχει συγκεκριμένο κόστος. Σημειώνεται:

— K_e το κόστος ιδίων κεφαλαίων, εκπεφρασμένο σε ποσοστό επί τοις εκατό·

— K_d το κόστος δανειακών (ξένων) κεφαλαίων, εκπεφρασμένο σε ποσοστό επί τοις εκατό.

Το συνολικό κόστος κεφαλαίου είναι, ως εκ τούτου, το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC), λαμβάνοντας υπόψη την αναλογία ιδίων κεφαλαίων και την αναλογία ξένων κεφαλαίων. Συνεπώς, προκύπτει:

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

Επίσης, επισημαίνεται ότι το K_d και το K_e αναφέρονται στο αναμενόμενο κόστος δανειακών και ιδίων κεφαλαίων, και όχι στο ιστορικό κόστος τους.

Λαμβάνοντας υπόψη τις φορολογικές ελαφρύνσεις για τη χρηματοδότηση με δανειακά κεφάλαια, και θεωρώντας ότι T είναι ο φορολογικός συντελεστής που εφαρμόζεται στη CDL, προκύπτει:

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

Στη συγκεκριμένη περίπτωση της CDL, το επιχειρηματικό σχέδιο του 2000 δεν αναφέρει ξένα κεφάλαια. Δεδομένου ότι το σχέδιο χρηματοδοτείται πλήρως από ίδια κεφάλαια, προκύπτει η ακόλουθη σχέση:

$WACC = K_e$

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ II

[από το έγγραφο που συντάχθηκε τον Μάρτιο 2010]

Απάντηση στην έκθεση που συνέταξε η LECG και η οποία υποβλήθηκε στις 19 Οκτωβρίου 2009

Η απάντηση της εταιρείας συμβούλων LECG στην ανάλυση της Επιτροπής εστιάζει σε τέσσερα θέματα:

1. Εικαζόμενη εσφαλμένη χρήση του υποδείγματος CAPM.

   Παρότι η LECG αποδέχεται ότι μια ανάλυση βάσει του υποδείγματος CAPM συνιστά την ορθή κατεύθυνση που πρέπει να ακολουθηθεί, αμφισβητεί τις τιμές των παραμέτρων που χρησιμοποιήθηκαν από την DG COMP. Πιο συγκεκριμένα, η LECG υποστηρίζει ότι:

   — η διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο θα έπρεπε να είναι μικρότερη

   — οι συντελεστές β θα έπρεπε να είναι μικρότεροι

2. Η Επιτροπή δεν έπρεπε να περιοριστεί στο επιχειρηματικό σχέδιο της Consultia IT, αλλά έπρεπε να χρησιμοποιήσει το επιχειρηματικό σχέδιο του 2000 του Arthur Andersen για να προσδιορίσει το σχετικό σημείο αναφοράς.

3. Η Επιτροπή δεν χρησιμοποίησε τους ενδεδειγμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες για να υπολογίσει την αναμενόμενη αποδοτικότητα του επενδυτικού σχεδίου της CDL.

4. Επιπλέον, η Επιτροπή δεν έλαβε υπόψη τις αναμενόμενες αποδόσεις από την ανάπτυξη ξενοδοχειακών μονάδων και χώρων γραφείων.

1. **Οι παράμετροι του υποδείγματος CAPM**

1.1. *Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο*

Η LECG αμφισβητεί την επιλογή μας να χρησιμοποιήσουμε ιστορικά στοιχεία σε σχέση με τις διαφορές υπέρ το άρτιο, βασιζόμενοι στον Fernández (2004), για τον υπολογισμό του ασφαλίστρου κινδύνου της αγοράς στην Ισπανία την περίοδο μεταξύ 2000 και 2004. Αντιθέτως, η LECG προτείνει να χρησιμοποιηθούν οι πληροφορίες που περιέχονται σε μία μεταγενέστερη επιστημονική εργασία του ιδίου συντάκτη [1].

Όπως θα αναλύσουμε στη συνέχεια, η έκθεση της LECG παραπέμπει στην εν λόγω επιστημονική εργασία εξαιρετικά επιλεκτικά.

Η έκθεση της LECG προβάλλει το επιχείρημα ότι θα έπρεπε να χρησιμοποιηθεί η απαιτούμενη απόδοση αντί της ιστορικής τιμής της διαφοράς υπέρ το άρτιο. Ωστόσο, ο Fernández (2009) αναφέρει τα εξής:

«Είναι εύκολο να συμπεράνουμε ότι δεν υπάρχει μια ευρέως αποδεκτή σημειακή εκτίμηση για τη διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο ή μια κοινή μέθοδος υπολογισμού της. […]

Οι συστάσεις σε σχέση με τη διαφορά υπέρ το άρτιο, που προκύπτουν από 150 εγχειρίδια χρηματοοικονομικών και εκτίμησης της αξίας, τα οποία δημοσιεύτηκαν μεταξύ 1979 και 2009, κυμαίνονται από 3 % έως 10 %. Αρκετά εγχειρίδια χρησιμοποιούν διαφορετικές τιμές διαφορών υπέρ το άρτιο σε διάφορες σελίδες και τα περισσότερα εγχειρίδια δεν προβαίνουν σε διαχωρισμό μεταξύ των τεσσάρων διαφορετικών εννοιών που περιλαμβάνει ο όρος “διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο”: ιστορική διαφορά υπέρ το άρτιο, αναμενόμενη διαφορά υπέρ το άρτιο, απαιτούμενη διαφορά υπέρ το άρτιο και έμμεση διαφορά υπέρ το άρτιο. […]

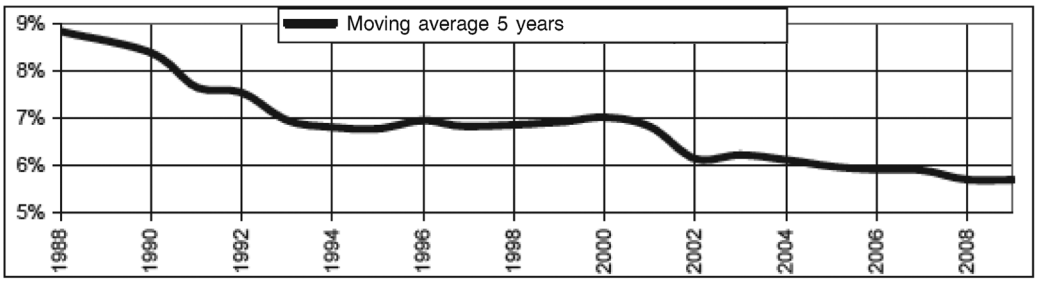
129 εκ των εγχειριδίων θεωρούν ότι η αναμενόμενη και η απαιτούμενη διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο είναι έννοιες συνώνυμες και 82 εξ αυτών δεν προβαίνουν σε διαχωρισμό μεταξύ της αναμενόμενης και της ιστορικής διαφοράς υπέρ το άρτιο.».

Επιπλέον, όσον αφορά την ακριβή τιμή της, η μελέτη της LECG προτείνει να χρησιμοποιηθεί μια διαφορά υπέρ το άρτιο που παρουσίασε προσφάτως ο Fernández (2009). Ο Fernández προτείνει τη χρήση μιας απαιτούμενης απόδοσης μετοχών (REP) που κυμαίνεται από 3,8 % έως 4,3 %. Υπάρχουν τουλάχιστον δύο λόγοι για τους οποίους το εν λόγω περιθώριο δεν εφαρμοζόταν στους σκοπούς μας. Πρώτον, επηρεάζεται από εσωτερικούς περιορισμούς, δεδομένου ότι αποτελεί υποκειμενική εκτίμηση ενός ατόμου. Πρέπει να σημειωθεί ότι ο Fernández παρουσιάζει επίσης μια μέση τιμή που προκύπτει από 150 εγχειρίδια (βλέπε γράφημα που ακολουθεί). Δεύτερον, και πιο σημαντικό, οι προτάσεις περί χρήσης μιας τιμής μεταξύ 3,8 % και 4,3 % συνιστά εκτίμηση της *τρέχουσας απόδοσης μετοχών και όχι αυτής που προκύπτει το 2000 και 2004*. Οι τιμές των παραμέτρων που πρέπει να χρησιμοποιηθούν στο υπόδειγμα CAPM πρέπει να

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

ανταποκρίνονται χρονικά στην ημερομηνία της επιχειρηματικής απόφασης (δηλαδή εκ των προτέρων και όχι εκ των υστέρων). Με άλλα λόγια, η απόδοση των μετοχών που μας ενδιαφέρει είναι αυτή που προκύπτει από το 2000 (ή το 2004), και όχι αυτή που πραγματοποιήθηκε το 2009. Όσον αφορά το εν λόγω σημείο, η εργασία του Fernández (2009) παρέχει *πράγματι* συναινετικές εκτιμήσεις για τη REP το 2000 και 2004. Ειδικότερα, η τιμή της REP για το 2004 τίθεται πάνω από 6 %, ενώ η τιμή της για το 2000 ανέρχεται σε 7 %, κατά προσέγγιση. Η εκτίμησή μας πριν από τη δημοσιοποίηση της εν λόγω εργασίας ήταν σωστή και εντοπιζόταν εντός του εν λόγω εύρους, δηλαδή στο 6,8 %.

«Το διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζει την εξέλιξη του κυμαινόμενου μέσου όρου της απαιτούμενης απόδοσης μετοχών (REP) (κατά την τελευταία πενταετία) που χρησιμοποιείται ή συνιστάται σε 150 εγχειρίδια χρηματοοικονομικών και αποτιμήσεων.»



1.2. *Συντελεστής β*

Όσον αφορά τον συντελεστή β, η έκθεση της LECG αμφισβητεί τη χρήση των εκτιμήσεων που παρέχονται από ιδιωτικές εταιρείες με ειδίκευση σε αποτιμήσεις. Στη συνέχεια, παραθέτουμε τους συνδέσμους για τις μελέτες που αναφέρουμε:

Carrere (οι πληροφορίες που χρησιμοποιήσαμε διατίθενται στη σ. 5 της ακόλουθης έκθεσης):

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

Studio Babelsberg (βλέπε σ. 10):

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

Κατά την άποψή μας, οι παραπάνω πηγές είναι ακριβώς αυτές που θα συμβουλευόταν ένας ιδιώτης επενδυτής για να αντλήσει πληροφορίες προκειμένου να υπολογίσει τον συντελεστή β εκ των προτέρων. Οι εν λόγω αναλυτές διαθέτουν ειδικευμένες δεξιότητες για την αξιολόγηση των εκ των προτέρων αποτιμήσεων.

Οι δύο αυτές μελέτες αναφέρουν τους συντελεστές β για συγκεκριμένους άμεσους ανταγωνιστές της Ciudad de la Luz.

Ο Pablo Fernández, ο συντάκτης που αναφέρεται εκτεταμένα αλλά επιλεκτικά στη μελέτη της LECG, με το ευρύ συγγραφικό του έργο επιδίωξε να αποδείξει ότι οι ιστορικοί συντελεστές β (όπως αυτοί που προτείνει η LECG) έχουν μηδαμινή σημασία.

Στην εργασία του με τίτλο «Are calculated betas worth for anything?» (Επιστημονική εργασία IESE Business School), ο Pablo Fernández (2008) παρουσιάζει αδιάσειστα επιχειρήματα κατά της χρήσης των υπολογισμένων συντελεστών β σε εκτιμήσεις αξίας:

«Αποδεικνύουμε ότι, κατά κανόνα, συνιστά τεράστιο σφάλμα να χρησιμοποιείται ο ιστορικός συντελεστής β ως αντιπροσωπευτικό του αναμενόμενου συντελεστή β. Πρώτον, επειδή είναι σχεδόν αδύνατο να υπολογίσουμε έναν βάσιμο συντελεστή β, δεδομένου ότι οι ιστορικοί συντελεστές β μεταβάλλονται ριζικά σε καθημερινή βάση· δεύτερον, επειδή πολύ συχνά δεν είμαστε σε θέση να ισχυριστούμε με σχετική στατιστική αξιοπιστία ότι ο συντελεστής β μιας εταιρείας είναι μικρότερος ή μεγαλύτερος από τον συντελεστή β μιας άλλης εταιρείας· τρίτον, επειδή οι ιστορικοί συντελεστές β σε πολλές περιπτώσεις δεν ακολουθούν κάποια λογική: εταιρείες υψηλού κινδύνου εμφανίζουν πολύ συχνά μικρότερους ιστορικούς συντελεστές β από εταιρείες χαμηλού κινδύνου· τέταρτον, επειδή οι ιστορικοί συντελεστές β εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τους δείκτες που χρησιμοποιούμε για τον υπολογισμό τους. […] [1]» (οι υπογραμμίσεις δικές μας)

Το τρίτο επιχείρημα από τα παραπάνω που εκθέτει ο Fernández (2008) χρησιμεύει επίσης για να αποδείξουμε ότι οι συντελεστές β που παρουσιάζονται από τη LECG δεν μπορεί να είναι σωστοί. Πράγματι, ο Fernández καταλήγει στον ισχυρισμό ότι εταιρείες υψηλού κινδύνου έχουν υψηλό συντελεστή β. Τούτο προκύπτει απολύτως διαισθητικά: η απαιτούμενη απόδοση για ένα σχέδιο υψηλού κινδύνου (όπως η CDL) θα έπρεπε να υπερβαίνει την απόδοση ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου (π.χ. του δείκτη IBEX 35).

[1] Ο Damodaran (Damodaran, Aswath (1994), Damodaran on Valuation. Νέα Υόρκη: John Wiley and Sons) προβάλλει επίσης τον ίδιο ισχυρισμό υπολογίζοντας τον συντελεστή β της εταιρείας Disney. Με καθημερινά στοιχεία, καταλήγει σε 1,33· 1,38 με εβδομαδιαία στοιχεία· 1,13 με μηνιαία στοιχεία· 0,44 με τριμηνιαία στοιχεία· και 0,77 με ετήσια στοιχεία. Με στοιχεία τριετίας καταλήγει σε 1,04· 1,13 με στοιχεία πενταετίας και 1,18 με στοιχεία δεκαετίας. Επίσης, ο συντελεστής β εξαρτάται από τον δείκτη που λαμβάνεται ως σημείο αναφοράς· έτσι, ο συντελεστής β σε σχέση με τον δείκτη Dow 30 είναι 0,99· σε σχέση με τον δείκτη S&P 500 είναι 1,13 και σε σχέση με τον δείκτη Wilshire 5000 είναι 1,05.

Σε μια άλλη εργασία, η οποία εστιάζει στην Ισπανία («On the instability of betas: the case of Spain», 2008, επιστημονική εργασία IESE Business School) ο Pablo Fernández αποδεικνύει και πάλι ότι συνιστά σοβαρό σφάλμα να χρησιμοποιούνται συντελεστές β που υπολογίζονται βάσει ιστορικών στοιχείων για την εκτίμηση της αναμενόμενης απόδοσης της μετοχής.

«Πρόκειται για σφάλμα για επτά λόγους:

1. επειδή οι συντελεστές β που υπολογίζονται βάσει ιστορικών στοιχείων μεταβάλλονται αισθητά σε καθημερινή βάση.

2. επειδή οι υπολογισμένοι συντελεστές β εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τον χρηματιστηριακό δείκτη που χρησιμοποιείται ως σημείο αναφοράς της αγοράς.

3. επειδή οι υπολογισμένοι συντελεστές β εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την ιστορική περίοδο (πενταετία, τριετία ...) που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό τους.

4. επειδή οι υπολογισμένοι συντελεστές β εξαρτώνται από τις αποδόσεις (μηνιαίες, ετήσιες ...) που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό τους.

5. επειδή αρκετά συχνά δεν γνωρίζουμε αν ο συντελεστής β μιας εταιρείας είναι χαμηλότερος ή υψηλότερος από τον συντελεστή β μιας άλλης.

6. επειδή οι υπολογισμένοι συντελεστές β παρουσιάζουν περιορισμένη συσχέτιση προς τις αποδόσεις των μετοχών.

7. επειδή οι συντελεστές συσχέτισης (και ο R2) των παλινδρομήσεων που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των συντελεστών β είναι εξαιρετικά μικροί.»

Στην εργασία αναφέρονται πολλά παραδείγματα προς στήριξη και των επτά ισχυρισμών.

2. **Το σχετικό χρονικό πλαίσιο**

Στην προηγούμενη ανάλυσή μας χρησιμοποιήσαμε το 2004 ως έτος αναφοράς για τον υπολογισμό της ΚΠΑ, επειδή τότε πραγματοποιήθηκε η συνολική επένδυση ύψους 119,4 εκατ. ευρώ. Ωστόσο, είναι εύκολο να αναπαράγουμε την ανάλυσή μας και για το 2000. Το WACC που προκύπτει θα ήταν μεγαλύτερο από αυτό του 2004 [1], λόγω αφενός του υψηλότερου ασφαλίστρου κινδύνου αγοράς (το οποίο σύμφωνα με τις πληροφορίες που συλλέξαμε από τον Fernández θα κυμαινόταν κοντά στο 7 % — βλέπε κεφάλαιο 1.1) και αφετέρου λόγω μεγαλύτερης απόδοσης μηδενικού κινδύνου (η οποία το 2000 ανερχόταν για την Ισπανία σε 5,53 % [2]). Συνεπώς, ένας εσωτερικός βαθμός απόδοσης ύψους 8,84 % θα εξακολουθούσε να υπολείπεται κατά πολύ του κόστους κεφαλαίου, και συγκεκριμένα: WACC = 5,53 % + 1,59*7 % = 16,66 %).

Είναι δυνατό να προχωρήσουμε ακόμα περισσότερο και να υπολογίσουμε την ΚΠΑ του σχεδίου το 2000. Έχοντας υπόψη όλες τις επισημάνσεις που αναφέραμε στην προηγούμενη ανάλυσή μας (δηλαδή τη χρήση των ταμειακών ροών στην ονομαστική τους αξία και τις παραμέτρους που χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό της τελικής αξίας, με εξαίρεση βεβαίως το WACC) καταλήγουμε στην ακόλουθη αρνητική ΚΠΑ:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	ΚΠΑ
Ταμειακές ροές	– 46 479	– 69 719	9 005	12 616	6 930	7 710	68 698	
Προεξόφληση	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	
ΠΤΡ	– 46 479	**– 59 762,56**	**6 616,67**	**7 946,13**	**3 741,50**	**3 568,16**	**27 252,87**	**– 57 116,22**

[1] Σύμφωνα με τους υπολογισμούς μας το WACC το 2004 ήταν 14,91, με απόδοση μηδενικού κινδύνου 4,1 % και ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς 6,8.

[2] Βλέπε στατιστική υπηρεσία OECD Statistics.

3. **Χρηματοοικονομικοί δείκτες**

Η έκθεση της LECG συμφωνεί με την άποψή μας ότι το υπόδειγμα CAPM συνιστά το ενδεδειγμένο μέσο για την εκτίμηση του εκ των προτέρων κόστους κεφαλαίου. Επιπλέον, η έκθεση δεν παρέχει κανένα επιχείρημα προκειμένου να διαψεύσει τη χρήση του δείκτη ROCE ως αντιπροσωπευτικού του WACC. Ως εκ τούτου, δεν είναι απαραίτητο να επαναλάβουμε τον συλλογισμό που έχουμε ήδη αναλύσει στην προηγούμενη σημείωση. Ωστόσο, αξίζει ίσως να επαναλάβουμε ότι ο δείκτης ROCE είναι ο πλέον κατάλληλος δείκτης. Δεδομένου ότι η οικονομική αποδοτικότητα μιας εταιρείας μετρείται εκ των υστέρων από τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης των επενδυμένων κεφαλαίων και του κόστους κεφαλαίου, τότε συνειρμικά προκύπτει ότι εάν κάποιος επιδίωκε να δημιουργήσει ένα σημείο αναφοράς βάσει παρελθοντικών στοιχείων ανταγωνιστών προκειμένου να προσδιορίσει την ελάχιστη απόδοση που θα ζητούσαν οι επενδυτές, τότε η κατάλληλη αντιπροσωπευτική τιμή θα ήταν ο μέσος όρος του δείκτη ROCE.

4. **Η επέκταση της επένδυσης σε ξενοδοχειακές μονάδες και χώρους γραφείων**

Οι ισχυρισμοί στο σημείο αυτό βασίζονται σε νέα αποδεικτικά στοιχεία, ήτοι σε έξι εκθέσεις σχετικά με την εκτίμηση αξίας οικοπέδων. Ως εισαγωγική παρατήρηση, επισημαίνουμε ότι τα εν λόγω στοιχεία παρήχθησαν εκ των υστέρων, και ως εκ τούτου δεν αποτελούσαν μέρος των πληροφοριών που διατίθενταν σε κάποιον εν δυνάμει επενδυτή τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή ([1]). Δεύτερον, επισημαίνουμε ότι η έκθεση της Arthur Andersen αναφέρεται απλώς στο ενδεχόμενο ανάπτυξης ενός ξενοδοχειακού συγκροτήματος (στο τρίτο στάδιο) και ορισμένων χώρων γραφείων (στο τέταρτο στάδιο). Η έκθεση περιλαμβάνει μια εκτίμηση του κόστους για την ανάπτυξη ξενοδοχειακών μονάδων και γραφείων αλλά καμία εκτίμηση για τα συνδεδεμένα έσοδα· επομένως, οι πληροφορίες για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας όσον αφορά την ανάπτυξη των οικοπέδων παραλείπονται. Πράγματι, δεν παρέχεται επιχειρηματικό σχέδιο για την ανάπτυξη του τρίτου και του τέταρτου σταδίου. Στο επιχειρηματικό σχέδιο της Consultia IT, η αναφορά στις ξενοδοχειακές μονάδες γίνεται μόνο έμμεσα με την αναφορά μιας περιοχής συμπληρωματικών υπηρεσιών, ενώ τα γραφεία δεν αναφέρονται καθόλου. Επιπροσθέτως, οι εν λόγω δραστηριότητες δεν λαμβάνονται καθόλου υπόψη στο κεφάλαιο για τις οικονομικές και χρηματοδοτικές προβλέψεις. Συνεπώς, σε κανένα στάδιο δεν θα είχε παρουσιαστεί στους ιδιώτες επενδυτές ένα επιχειρηματικό σχέδιο σχετικά με την ανάπτυξη των οικοπέδων. Κατ' αυτόν τον τρόπο, συνεπάγεται ότι η εκ των προτέρων εκτίμηση του σχεδίου θα πρέπει να βασιστεί αποκλειστικά στα επιχειρηματικά σχέδια που αφορούν το συγκρότημα κινηματογραφικών γυρισμάτων· πράγματι, όλα τα σχετικά στοιχεία αποδεικνύουν ότι η ανάπτυξη των οικοπέδων δεν συνιστούσε τμήμα του αρχικού επιχειρηματικού σχεδίου. Εκ των πραγμάτων, η έκθεση της LECG τον Απρίλιο 2008 δήλωνε ρητώς στο κεφάλαιο 5 (*Η λειτουργική αξία ενός ξενοδοχειακού συγκροτήματος και μιας εμπορικής περιοχής στη Ciudad de la Luz*) ότι τα στοιχεία της επένδυσης στο συγκρότημα παροχής υπηρεσιών (ξενοδοχεία και εμπορική περιοχή) δεν αναλύονταν σε κανένα από τα δύο επιχειρηματικά σχέδια επειδή: α) οι προαναφερθείσες υπηρεσίες θα κατασκευάζονταν σε κάθε περίπτωση μετά το συγκρότημα γυρισμάτων και β) η αποδοτικότητα του συγκροτήματος γυρισμάτων ήταν αρκετά υψηλή και συνεπώς, δεν ήταν απαραίτητο να γίνει τη συγκεκριμένη στιγμή ανάλυση των πρόσθετων ταμειακών ροών που θα επιτύγχανε η Ciudad de la Luz.

Οι μοναδικές συναφείς πληροφορίες σχετικά με την εκτίμηση των οικοπέδων αντιπροσωπεύονται από τις προσφορές που έλαβε η Ciudad de la Luz το 2005 για την κατασκευή και λειτουργία ξενοδοχειακών μονάδων και μιας εμπορικής περιοχής, οι οποίες παρουσιάζονται στο κεφάλαιο 5 που προαναφέρθηκε. Τούτο αντιπροσωπεύει μια εκτίμηση που πραγματοποιήθηκε από την αγορά κατά την περίοδο κοντά στη λήψη της επενδυτικής απόφασης, μια περίοδο η οποία επιπλέον χαρακτηρίζεται από την εκρηκτική ανάπτυξη της αγοράς ακινήτων. Όπως θα αναλύσουμε στο επόμενο κεφάλαιο, οι εκτιμήσεις της EUROVAL δεν αποτελούν τον κατάλληλο οδηγό όσον αφορά την αξία των οικοπέδων.

Για τον υπολογισμό της ΚΠΑ πλέον της εν λόγω συμπληρωματικής ανάπτυξης των οικοπέδων, είναι δυνατό να χρησιμοποιηθεί η τιμή που ορίζεται από την αγορά (το γεγονός ότι είναι σχετικά χαμηλή, όπως αναγνωρίζουν οι Ισπανοί, αποτελεί πράγματι απόδειξη ότι η εν λόγω ανάπτυξη περιουσιακών στοιχείων δεν φαινόταν πολύ ελκυστική για ιδιώτες επενδυτές).

Ο ακόλουθος πίνακας παρέχει υπολογισμούς της ΚΠΑ που περιλαμβάνουν την ανάπτυξη της περιουσίας βάσει των προσφορών που υποβλήθηκαν το 2005 (560 000 ευρώ ανά έτος, με αναπροσαρμογή λόγω πληθωρισμού, όπως δηλώνει η LECG). Όπως διαπιστώνεται με ευκολία, η ΚΠΑ παραμένει αρνητική.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ταμειακές ροές	– 884	– 1 792	– 2 601	– 118 177	– 55 813	– 5 088	4 462
Ξενοδοχεία ΔΤΚ				1 000	1 021	1 042	1 064
Ξενοδοχεία				560	572	584	596
Σύνολο	– 884	– 1 792	– 2 601	– 117 617	– 55 241	– 24 504	5 058
Προεξόφληση	(1 + WACC)^2	1 + WACC	1	1/(1 + WACC)	1/(1 + WACC)^2	1/(1 + WACC)^3	1/(1 + WACC)^4

([1]) Η έκθεση της LECG της 25ης Απριλίου 2008 ακολουθεί τον ίδιο συλλογισμό, δηλώνοντας στην αρχή (έναρξη του κεφαλαίου 2.1) ότι το σχετικό ερώτημα σχετικά με την εφαρμογή της αρχής του ιδιώτη επενδυτή σε συνθήκες οικονομίας της αγοράς διατυπώνεται ως εξής: *«με τις διαθέσιμες πληροφορίες κατά τον χρόνο που πραγματοποιήθηκε η επένδυση, το σχέδιο προσέφερε επαρκή αποδοτικότητα ώστε να επιτρέπει και σε έναν ιδιώτη επενδυτή να αποφασίσει την ανάληψη της εν λόγω επένδυσης; […] Η λήψη της επενδυτικής απόφασης πρέπει να αναλυθεί υπό το πρίσμα μιας εκ των προτέρων προοπτικής.»*.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
14,91 %	1,3204	1,1491	1,0000	0,8702	0,7573	0,6591	0,5735
ΠΤΡ	**– 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	ΚΠΑ
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**

Η Euroval συνέταξε σειρά εκθέσεων για την εκτίμηση της αξίας των οικοπέδων. Οι εν λόγω εκθέσεις χρηματοδοτήθηκαν από τη Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana, επενδυτή της Ciudad de la Luz (CDL). Οι εκθέσεις θεωρούνται ότι παρέχουν αντικειμενική εκτίμηση της αξίας των οικοπέδων τα οποία θα χρησιμοποιούνταν για την κατασκευή ξενοδοχειακών μονάδων και γραφείων στο συγκρότημα της CDL. Οι εκθέσεις παρέχουν εκτίμηση της αξίας για τα έτη 2000, 2002 και 2009. Για κάθε έτος εξ αυτών, εκτιμήθηκε η αξία δύο οικοπέδων: ενός που προοριζόταν για την ανάπτυξη ενός ξενοδοχειακού συγκροτήματος και ενός άλλου για εγκαταστάσεις γραφείων, σε συνολικά 6 εκθέσεις εκτίμησης αξίας.

Δεδομένου ότι οι εκθέσεις ακολουθούν γενικά τις ίδιες μεθοδολογίες, ορισμένες από τις παρατηρήσεις είναι γενικού χαρακτήρα· όποτε γίνεται αναφορά σε συγκεκριμένους ισχυρισμούς, προσδιορίζεται η αντίστοιχη έκθεση.

Το παρόν σημείωμα περιγράφει τους περιορισμούς των προαναφερθεισών εκθέσεων και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι εκτιμήσεις που παρουσιάζονται σ' αυτές δεν είναι αξιόπιστες. Επιπλέον, στο παρόν σημείωμα επισημαίνεται ότι η έκθεση εκτίμησης δεν είναι συμβατή με ορισμένους από τους ισχυρισμούς που περιλαμβάνονται στο έγγραφο που διέθεσαν οι ισπανικές αρχές πριν από τις εκθέσεις. Τέλος, το παρόν σημείωμα υποδεικνύει το είδος των αποδεικτικών στοιχείων που θα μπορούσαν να είχαν χρησιμοποιηθεί για μία εκτίμηση αξίας των οικοπέδων.

4.1. *Οι εκθέσεις*

Όπως μπορεί να διαπιστωθεί, η Euroval δεν υπέγραψε ούτε σφράγισε τις εν λόγω εκθέσεις, γεγονός που σημαίνει ότι δεν υπάρχει απόδειξη ότι η εταιρεία αναλαμβάνει την ευθύνη για τις αποτιμήσεις.

Οι ισπανικές αρχές δηλώνουν ότι οι εκθέσεις εκτίμησης της αξίας των οικοπέδων που εκπονήθηκαν το 2000 και 2002 δεν πληρούν τις προϋποθέσεις της υπουργικής απόφασης ECO 805/2003 σχετικά με την εκτίμηση αξίας κτιρίων, «δεδομένου ότι ο σκοπός τους διαφέρει από το πεδίο εφαρμογής της εν λόγω απόφασης» (π.χ. σ. 3 της έκθεσης που παρέχει την αποτίμηση του 2000 για τους χώρους γραφείων). Ο λόγος για τον οποίο δεν πρέπει να εφαρμόζεται η προαναφερθείσα υπουργική απόφαση, δεν διευκρινίζεται. Η προαναφερθείσα υπουργική απόφαση αναφέρεται επίσης σε συνάρτηση με τον νόμο 6/1998 περί εκτίμησης αξίας οικοπέδων (σ. 13 της παραπάνω έκθεσης). Προβάλλεται το επιχείρημα ότι από τη στιγμή που πρόκειται για αναδρομική εκτίμηση για το 2000, η οποία πραγματοποιήθηκε το 2002, «η ενεργούσα τεχνική ομάδα έχει τη δυνατότητα να εφαρμόσει τις υπολογιστικές αναπροσαρμογές και υποθέσεις που θεωρεί ως τις πλέον ενδεδειγμένες για τον στόχο που επιδιώκεται». Ωστόσο, οι «αναπροσαρμογές» και «υποθέσεις» δεν αναφέρονται ρητώς. Επιπλέον, δεν είναι σαφής ο λόγος για τον οποίο δεν μπορεί να εφαρμοστεί ο υφιστάμενος νόμος, ιδίως όσον αφορά την αποτίμηση των οικοπέδων. Ούτε και τεκμηριώνεται η μη εφαρμογή των νόμων που ίσχυαν την περίοδο εκείνη.

Η έκθεση που παρέχει την *τρέχουσα* (2009) αποτίμηση του οικοπέδου που προοριζόταν για συγκροτήματα γραφείων περιλαμβάνει μια δήλωση που προκαλεί ακόμη μεγαλύτερη έκπληξη. Προβάλλεται ο ισχυρισμός ότι οι μέθοδοι εκτίμησης αξίας που εφαρμόζονται σύμφωνα με την *επί του παρόντος ισχύουσα νομοθεσία* είναι δυνατό να υιοθετηθούν επειδή: «από τη στιγμή που σκοπός της αποτίμησης είναι μια μη χρηματική συνεισφορά κατά την εξεταζόμενη ημερομηνία,

η ενεργούσα τεχνική ομάδα έχει τη δυνατότητα να εφαρμόσει τις υπολογιστικές αναπροσαρμογές και υποθέσεις που κρίνει ως τις πλέον ενδεδειγμένες για τον στόχο που επιδιώκεται». Επομένως, εφόσον οι αποτιμήσεις δεν θα επιφέρουν μια χρηματική συναλλαγή, οι μέθοδοι αποτίμησης που πρέπει να εφαρμοστούν από το νόμο μπορούν να τροποποιηθούν. Για να είμαστε πιο ακριβείς, εφόσον δεν εμπλέκονται πραγματικά χρηματικά κεφάλαια/συναλλαγή, η τεχνική ομάδα παραδέχεται ότι θεωρεί εφικτό να προβαίνει στις αναπροσαρμογές που θεωρεί κατάλληλες δεδομένου του «στόχου που επιδιώκεται».

Ως εκ τούτου, δεν προκαλεί απορία που η Euroval δεν υπέγραψε επισήμως καμία από τις έξι εκθέσεις.

4.1α) Εκθέσεις σχετικά με την κατασκευή γραφείων (οικόπεδο ΝΝΤ)

Οι εκθέσεις πρέπει επίσης να είχαν αναλύσει με περισσότερη σαφήνεια τι συνεπάγεται η άδεια «τριτογενούς χρήσης» για τα οικόπεδα.

Ο πλέον πασιφανής περιορισμός των εν λόγω εκθέσεων είναι ο τρόπος με τον οποίο προσδιορίζονται οι τιμές αναφοράς για τα γραφεία στο συγκρότημα της Ciudad de la Luz. Στη σ. 18 της έκθεσης του 2000 παρατίθενται εννέα συναλλαγές, που περιλαμβάνουν την καταβληθείσα τιμή ανά τετραγωνικό μέτρο. Οι εν λόγω συναλλαγές διενεργήθηκαν μεταξύ Δεκεμβρίου 1999 και Σεπτεμβρίου 2000, και η μέση καταβληθείσα τιμή ήταν 1 111,7 ευρώ ανά τετραγωνικό μέτρο. Η τιμή αυτή εκλήφθηκε ως σημείο αναφοράς για τα γραφεία στο συγκρότημα της Ciudad de la Luz.

Το συγκρότημα της Ciudad de la Luz βρίσκεται έξω από την πόλη του Αλικάντε και κοντά σε ένα βιομηχανικό συγκρότημα (*polígono industrial*). Αντιθέτως, οι εννέα συναλλαγές που αναφέρονται παραπάνω αφορούν γραφεία (μεγέθους κατά μέσο όρο: 115,26 τετραγωνικών μέτρων) που βρίσκονται στην επιχειρηματική περιοχή του Αλικάντε η οποία έχει το μεγαλύτερο κύρος. Η χρήση των εν λόγω συναλλαγών για τον προσδιορισμό ενός σημείου αναφοράς για τα 66 576,54 τ.μ. που θα κατασκευάζονταν στη Ciudad de la Luz δεν έχει νόημα.

Στην έκθεση χρησιμοποιείται ο δείκτης τιμών καταναλωτή της Ισπανίας (ΔΤΚ - Indice de Precios al Consumo, IPC) ως αποπληθωριστικός συντελεστής των τρεχουσών τιμών. Ειδικότερα, ο ΔΤΚ χρησιμοποιείται ως αποπληθωριστικός συντελεστής μιας τρέχουσας αποτίμησης των οικοπέδων που είχε διενεργηθεί το 2000 (σ. 24). Επισημαίνουμε ότι, όπως υποδηλώνει η ονομασία του, ο ΔΤΚ δεν περικλείει τον πληθωρισμό των τιμών ακινήτων· ο εν λόγω δείκτης υπολογίζεται βάσει του καλαθιού καταναλωτικών προϊόντων. Η χρήση του ΔΤΚ ως αποπληθωριστικού συντελεστή αξιών οικοπέδων και/ή αξιών ακίνητης περιουσίας απέχει πολύ από το να είναι ακίνδυνη, για τους λόγους που αναλύονται στη συνέχεια.

Όπως είναι ευρέως γνωστό, η Ισπανία βίωσε μια εκρηκτική ανάπτυξη της αγοράς ακινήτων η οποία διήρκεσε περισσότερα από 10 χρόνια (ως έναν αξιοσημείωτο βαθμό, οι τρέχουσες μακροοικονομικές δυσκολίες της σχετίζονται με την εν λόγω φούσκα). Ως αποτέλεσμα, οι τιμές των οικοπέδων αυξήθηκαν με μεγαλύτερη ταχύτητα από τον γενικό ΔΤΚ.

Σύμφωνα με τα στατιστικά στοιχεία που συνέλεξε το Υπουργείο Στέγασης της ισπανικής κυβέρνησης (Ministerio de Vivienda, http://www.mviv.es/es/), οι τιμές των ακινήτων στην περιφέρεια του Αλικάντε σημείωσαν άνοδο κατά 122,2 % κατά τη διάρκεια της περιόδου του πρώτου τριμήνου του 2000 και του τρίτου τριμήνου του 2009 (η εν λόγω χρονική περίοδος επιλέχθηκε επειδή ανταποκρίνεται σ' αυτήν που χρησιμοποιείται στην έκθεση 2000 της Euroval: Ιανουάριος 2000 έως Αύγουστος 2009). Μια επιφανειακή εξέταση των χρονικών διαστημάτων φανερώνει ότι οι τιμές ακινήτων αυξήθηκαν με ταχύτερους ρυθμούς κατά την έναρξη της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου.

Η ίδια πηγή στατιστικών στοιχείων παρέχει επίσης στοιχεία σχετικά με τις τιμές οικοπέδων· δυστυχώς, η απαρίθμηση αρχίζει μόλις το 2004. Η μέση τιμή ανά τετραγωνικό μέτρο για αστικά οικόπεδα στην περιφέρεια του Αλικάντε ανερχόταν σε ευρώ 234,3 ανά τ.μ. κατά τη διάρκεια του πρώτου τριμήνου του 2004. Το αντίστοιχο ποσοστό για κοινότητες με περισσότερους από 50 000 κατοίκους στην περιφέρεια του Αλικάντε ανερχόταν σε ευρώ 464,9 ανά τ.μ. κατά τη διάρκεια του πρώτου τριμήνου του 2004.

Δεδομένου ότι η τιμή των οικοπέδων που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πραγματική ανάπτυξη αστικών οικοπέδων συνδέεται στενά με τις τιμές ακινήτων, είναι δυνατό να υπολογίσουμε κατά προσέγγιση τον αποπληθωριστικό συντελεστή για τιμές οικοπέδων κατά τη διάρκεια της περιόδου από το πρώτο τρίμηνο του 2000 έως το τέταρτο τρίμηνο του 2003, ανατρέχοντας στον πληθωρισμό των τιμών ακινήτων κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου. Σύμφωνα με το ισπανικό Υπουργείο Στέγασης, οι τιμές ακινήτων στην περιφέρεια του Αλικάντε σημείωσαν άνοδο κατά 80,1 % κατά τη διάρκεια της περιόδου μεταξύ του πρώτο τριμήνου του 2000 και του τρίτου τριμήνου του 2003.

Έτσι, ανεξάρτητα από το αν λαμβάνεται υπόψη η μέση τιμή οικοπέδων για ολόκληρη την περιφέρεια (ευρώ 234 ανά τ.μ. το πρώτο τρίμηνο του 2004) ή αυτή που ισχύει για μεγάλες κοινότητες (ευρώ 464,9 ανά τ.μ. το πρώτο τρίμηνο), η εφαρμογή του αποπληθωριστή της εν λόγω τάξης μεγέθους (+/- 80 %) θα είχε ως αποτέλεσμα μια τιμή οικοπέδων το πρώτο τρίμηνο του 2000 κατά πολύ χαμηλότερη από αυτήν που αναφέρεται στην έκθεση της Euroval.

Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι, όσον αφορά την εξέλιξη των τιμών, οι εκθέσεις παρουσιάζουν αντιφάσεις. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, στη σ. 18 της έκθεσης 2000, παρατίθενται εννέα συναλλαγές που περιλαμβάνουν την καταβληθείσα τιμή ανά τετραγωνικό μέτρο. Οι εν λόγω συναλλαγές διενεργήθηκαν την περίοδο μεταξύ Δεκεμβρίου 1999 και Σεπτεμβρίου 2000, και η μέση καταβληθείσα τιμή ανερχόταν σε 1 111,7 ευρώ ανά τετραγωνικό μέτρο. Η εν λόγω τιμή εκλήφθηκε ως σημείο αναφοράς για τα γραφεία στο συγκρότημα της Ciudad de la Luz.

Η έκθεση 2009 ακολουθεί την ίδια μεθοδολογία. Στη σ. 18 αναφέρονται επτά συναλλαγές που διενεργήθηκαν την περίοδο μεταξύ Απριλίου 2007 και Δεκεμβρίου 2008. Η μέση τιμή ανέρχεται σε 2 736,22 ευρώ ανά τετραγωνικό μέτρο. Έτσι, η έκθεση 2009 παρέχει εμφανείς αποδείξεις ότι ο πληθωρισμός τιμών ακινήτων κυμαινόταν σε επίπεδα άνω του 33,5 %, ποσοστό που χρησιμοποιήθηκε στην έκθεση 2000. Συγκρίνοντας τις δύο εκθέσεις, καταλήγουμε σε πληθωρισμό ύψους 146,1 %. Τούτο συνάδει με τις εκθέσεις του Υπουργείου Στέγασης: στο διάστημα μεταξύ του πρώτου τριμήνου 2000 και του δεύτερου τριμήνου 2008 (την περίοδο κατά την οποία αναφέρθηκαν οι περισσότερες συναλλαγές στην έκθεση 2009), οι τιμές ακινήτων στην περιφέρεια του Αλικάντε σημείωσαν άνοδο κατά 152,1 %.

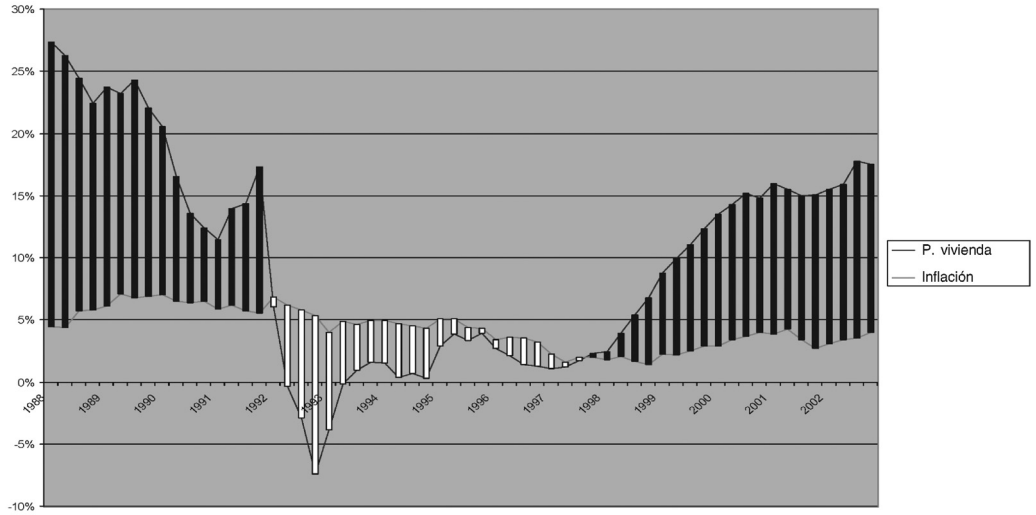
Το γεγονός ότι τα στοιχεία που αναφέρονται στην έκθεση 2009 υπέστησαν αποπληθωρισμό κατά 15 % για να προσδιοριστούν οι τρέχουσες τιμές δεν διαφοροποιεί τη συνολική εικόνα των εμπλεκόμενων μεγεθών.

Παρεμπιπτόντως, θα θέλαμε επίσης να επαναλάβουμε ότι η χρήση τιμών για μικρούς χώρους γραφείων στο κέντρο του Αλικάντε για τον προσδιορισμό ενός σημείου αναφοράς για το συγκρότημα της Ciudad de la Luz δεν είναι λογική.

Πρέπει να λάβουμε υπόψη δύο ακόμα παρατηρήσεις. Πρώτον, κατά τη διάρκεια των περιόδων της εκρηκτικής ανάπτυξης της αγοράς ακινήτων, η τιμή οικοπέδων συνήθως αυξάνεται με ταχύτερους ρυθμούς από τις τελικές τιμές ακινήτων. Σε κάθε περίπτωση, ο δείκτης τιμών ακινήτων υποεκτιμά τον πληθωρισμό των τιμών των οικοπέδων. Δεύτερον, η μέση τιμή οικοπέδων για μεγάλες κοινότητες δεν είναι πιθανότατα αντιπροσωπευτική των τιμών οικοπέδων σε μια τοποθεσία όπως αυτή της CDL. Πράγματι, τα περισσότερα από τα στοιχεία βάσης που χρησιμοποιήθηκαν για να προσδιοριστεί η εν λόγω μέση τιμή πηγάζουν από οικόπεδα που βρίσκονται έξω από την πόλη σε μια τοποθεσία με λίγες (ή καθόλου) κατοικίες.

Τέλος, ο πληθωρισμός των τιμών των ακινήτων απεικονίζεται από τη διδακτική ύλη που χρησιμοποιήθηκε για δευτεροετείς φοιτητές στο πανεπιστήμιο Carlos III de Madrid, και διατίθεται στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/, materiales, Tema I, διαφάνεια 67, την οποία αναπαράγουμε παρακάτω. Η γραφική αυτή παράσταση επιβεβαιώνει περαιτέρω ότι οι τιμές ακινήτων αυξήθηκαν με ρυθμούς κατά πολύ ταχύτερους από τον ΔΤΚ.

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



Αρχική πηγή: *LA VIVIENDA EN ESPAÑA: DESGRAVACIONES, BURBUJAS Y OTRAS HISTORIAS*, José García Montalvo.

Σε όλες τις εκθέσεις, τα επιχειρήματα που προβάλλονται για να αποδείξουν ότι τα κόστη για την ανάπτυξη των οικοπέδων είναι μηδενικά είναι μάλλον αδύναμα, δεδομένου ότι θα έπρεπε να αναληφθούν ορισμένα πρόσθετα έξοδα.

Τέλος, στην περίπτωση του συγκροτήματος γραφείων (NNT) μια διαφορά της τάξεως του 35 % (2002) ή του 50 % και πλέον (2000) μεταξύ των τιμών που προέκυψαν από τις δύο μεθόδους αποτίμησης (δυναμική υπολειμματική μέθοδος και αύξηση του ΔΤΚ) είναι ενδεικτική του έντονα εικοτολογικού χαρακτήρα της εν λόγω εκτίμησης.

4.1β) Εκθέσεις σχετικά με την εκτίμηση της αξίας του οικοπέδου που προοριζόταν για ξενοδοχειακό συγκρότημα (οικόπεδο ΝΝΗ)

Οι εκθέσεις 2000 και 2002 σχετικά με το δεύτερο οικόπεδο (ΝΝΗ) πάσχουν από τους ίδιους περιορισμούς (π.χ. χρήση ακατάλληλου αποπληθωριστή, ελλιπής τεκμηρίωση για καθιερωμένες μεθόδους της ισπανικής νομοθεσίας που δεν εφαρμόζονται κ.λπ.). Όπως αναφέρεται παραπάνω, καμία από αυτές τις εκθέσεις δεν φέρει υπογραφή ή σφραγίδα.

Παρ' όλα αυτά, διατυπώνονται ορισμένες πρόσθετες παρατηρήσεις. Στις εκθέσεις 2000 και 2002 καθορίζονται τιμές αναφοράς για δωμάτια ξενοδοχείων βάσει μέσων τιμών. Ωστόσο, δεν αναφέρεται η πηγή ούτε καθίσταται σαφές αν γίνεται αναφορά στην περιφέρεια του Αλικάντε (έκθεση 2002) ή στην κοινότητα της Βαλένθια (έκθεση 2000).

Οι μέσες τιμές που προκύπτουν ανέρχονται σε 44,95 ευρώ ανά διανυκτέρευση στην έκθεση 2000 και 47,65 ευρώ ανά διανυκτέρευση στην έκθεση 2002. Παρόλο που δεν παρέχεται η πηγή που αποδεικνύει τις εν λόγω τιμές, αυτές δεν είναι ασύμβατες με τα προηγούμενα στοιχεία.

Αντιθέτως, η έκθεση 2009 παραθέτει έναν κατάλογο 6 ξενοδοχείων σε προνομιακή θέση, τα οποία χαρακτηρίζονται τεσσάρων ή πέντε αστέρων, για να προσδιορίσει μια τιμή αναφοράς. Αυτή καθορίζεται σε 104 ευρώ ανά διανυκτέρευση. Ο λόγος για τον οποίο διαφέρει η μεθοδολογία προσδιορισμού των τιμών αναφοράς από αυτήν που χρησιμοποιήθηκε στις εκθέσεις 2000 και 2002, δεν τεκμηριώνεται.

Ακόμα πιο σημαντικό είναι το γεγονός ότι γίνεται δύσκολα κατανοητό γιατί η έκθεση εστιάζεται σε ξενοδοχεία τεσσάρων ή πέντε αστέρων. Υπάρχει κάποια ένδειξη ότι θα υπάρξει ζήτηση για ξενοδοχεία τεσσάρων ή πέντε αστέρων έξω από το Αλικάντε, τα οποία θα βρίσκονται δίπλα σε αυτοκινητόδρομο και κοντά σε μια βιομηχανική περιοχή;

Στο ίδιο πλαίσιο, είναι αρκετά αποκαλυπτικό το γεγονός ότι παραλείφθηκε το μοναδικό ξενοδοχείο κοντά στο συγκρότημα της CDL. Πρόκειται για ξενοδοχείο της αλυσίδας IBIS, του οποίου οι τιμές ξεκινούν από 49 ευρώ ανά διανυκτέρευση *για τη θερινή περίοδο 2010* (http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml, τελευταία πληροφόρηση στις 24 Φεβρουαρίου 2011). Προς περαιτέρω απόδειξη, πολυτελή διαμερίσματα δίπλα σε γήπεδο γκολφ (και σε σχετικά κοντινή απόσταση από τη CDL) χρεώνουν 80 ευρώ ανά διανυκτέρευση τον Αύγουστο 2010 (περίοδος αιχμής, βλέπε http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, τελευταία πληροφόρηση στις 24 Φεβρουαρίου 2011).

Η έκθεση 2009 για το οικόπεδο ΝΝΗ περιέχει επίσης ορισμένες δηλώσεις που προκαλούν έκπληξη. Αρχικά ο αναγνώστης εκπλήσσεται ευχάριστα διαπιστώνοντας ότι η μέθοδος διενέργειας της αποτίμησης είναι σύννομη με τη νομοθεσία (στη σ. 13 αναφέρεται: «Οι μεθοδολογικές αναφορές είναι τα κριτήρια που ορίζει η υπουργική απόφαση ECO 805/2003 σχετικά με την αποτίμηση ακίνητης περιουσίας και ο νόμος 6/1998 της 13ης Απριλίου 1998 περί αποτίμησης οικοπέδων, ενώ η αποτίμηση αποσκοπεί στον προσδιορισμό της αξίας κατά την τρέχουσα ημερομηνία»). Ωστόσο, στη σ. 25 ανακαλύπτουμε ότι, εντέλει, η έκθεση αποτίμησης *δεν τήρησε* τις απαιτήσεις που ορίζονται στην υπουργική απόφαση: «Σύμφωνα με το άρθρο 61 παράγραφος 1 στοιχείο β) της απόφασης ECO 805/2003 του Μαρτίου 2003 σχετικά με τους κανόνες που διέπουν τις αποτιμήσεις ακίνητης περιουσίας, θα θέλαμε να τονίσουμε ότι η παρούσα έκθεση αποτίμησης δεν συμμορφώνεται επισήμως με την εν λόγω απόφαση δεδομένου ότι ο στόχος της διαφέρει από το πεδίο εφαρμογής της εν λόγω απόφασης» («*por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma*»).

Έχει επίσης ενδιαφέρον να επισημάνουμε ότι εντοπίζεται μια τεράστια διαφορά μεταξύ των εκτιμήσεων ανά τετραγωνικό μέτρο για τα δύο οικόπεδα (ΝΝΗ και ΝΝΤ). Παρότι δεν αρνούμαστε το γεγονός ότι οι σχεδιαζόμενες χρήσεις (γραφεία έναντι ξενοδοχείων) είναι πιθανό να τεκμηριώνουν μέρος της εν λόγω διαφοράς, το χάσμα παραμένει εντυπωσιακό. Όσον αφορά τις ξενοδοχειακές μονάδες, οι τιμές κυμαίνονται από ευρώ 144,12 ανά τ.μ. (2000) έως ευρώ 188,35 ανά τ.μ. το 2009. Όσον αφορά τους χώρους γραφείων, τα αντίστοιχα μεγέθη κυμαίνονται από ευρώ 491,61 ανά τ.μ. (2000) έως ευρώ 800 ανά τ.μ. το 2009. Πώς μπορεί να ερμηνευτεί η σημαντική διαφορά στην εξέλιξη των τιμών (πληθωρισμός) των δύο αυτών οικοπέδων τα οποία συνορεύουν; Πώς είναι δυνατό να ληφθεί υπόψη η εν λόγω διαφορά που υπερβαίνει το 300 %;

Μήπως πρέπει να συμπεράνουμε ότι το παραπάνω οφείλεται στο γεγονός ότι η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε για τον καθορισμό της αξίας του οικοπέδου που προοριζόταν για ξενοδοχειακές μονάδες είναι πιο ακριβής συγκριτικά με τα πρότυπα που ορίζει η νομοθεσία; Ή μήπως πρέπει να αποδοθεί στη μεγαλύτερη διαφάνεια της τιμής που ορίζεται για μία διανυκτέρευση σε ξενοδοχείο;

Επίσης, προβάλλεται ο ισχυρισμός ότι τα διάφορα κόστη αντιπροσωπεύουν το 50 % των εσόδων (π.χ. στη σ. 18-19 της έκθεσης 2009). Από πού προκύπτει η εκτίμηση τόσο μεγάλων περιθωρίων;

Τα κόστη για τις κτιριακές εγκαταστάσεις υπολογίζονται βάσει μιας μονάδας αναφοράς τιμών. Όσον αφορά τις εκθέσεις 2000 και 2002 επιλέχθηκαν τα σωστά στοιχεία. Ωστόσο, στην έκθεση 2009 χρησιμοποιείται η τιμή του 2006. Για ποιον λόγο συμβαίνει κάτι τέτοιο;

4.2. *Ασφάλιστρα κινδύνων*

Επισημαίνουμε επίσης ότι οι εκθέσεις αναγνωρίζουν ότι η επένδυση σε ξενοδοχειακές εγκαταστάσεις ενέχει μεγαλύτερο κίνδυνο από μια επένδυση σε χώρους γραφείων (π.χ. στις σ. 12 και σ. 26 της έκθεσης 2000). Οι ισπανικές αρχές μελετούσαν διαρκώς την κατασκευή ενός «ξενοδοχειακού συγκροτήματος».

Κατά τον ίδιο τρόπο, η έκθεση υποδεικνύει ότι το επιτόκιο προεξόφλησης (*tipo de actualización*) υπολογίζεται βάσει του ακόλουθου τύπου (σ. 16 της έκθεσης 2000):

i = Απόδοση μηδενικού κινδύνου + ασφάλιστρο κινδύνου

Στην ίδια σελίδα αναφέρονται τα ελάχιστα ασφάλιστρα κινδύνων που πρέπει να εφαρμοστούν, σε έναν πίνακα. Τα σχετικά ασφάλιστρα υπερβαίνουν την εκ των προτέρων αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης στη Ciudad de la Luz.

Τέλος, το ασφάλιστρο κινδύνου που χρησιμοποιείται στους υπολογισμούς που εμφανίζονται στη σ. 21 της έκθεσης 2000 (10 %) είναι μικρότερο από το ποσοστό που εμφανίζεται στον αντίστοιχο πίνακα στη σ. 16 (11 %).

4.3. *Αξιόπιστες εκτιμήσεις της αξίας*

Προκειμένου να εκτιμήσουμε την αξία των οικοπέδων με αξιόπιστο τρόπο, θα έπρεπε να είχαν διατεθεί αποτιμήσεις που διενεργήθηκαν την περίοδο κοντά στο 2000 για διάφορα οικόπεδα με παρόμοια χαρακτηριστικά ως προς το μέγεθος και τη θέση τους (κοντά στο βιομηχανικό συγκρότημα Aguas Amargas) και τα οποία προορίζονται για «τριτογενή χρήση» και «ξενοδοχειακή χρήση».