II

(Muud kui seadusandlikud aktid)

OTSUSED

KOMISJONI OTSUS,

8. mai 2012,

Riigiabi nr SA.22668 (C 8/08 (ex NN 4/08)) kohta

(teatavaks tehtud numbri C(2012) 3025 all)

(Ainult hispaaniakeelne tekst on autentne)

(EMPs kohaldatav tekst)

(2013/126/EL)

EUROOPA KOMISJON,

võttes arvesse Euroopa Liidu toimimise lepingut, eriti selle artikli 108 lõike 2 esimest lõiku,

võttes arvesse Euroopa Majanduspiirkonna lepingut, eriti selle artikli 62 lõike 1 punkti a,

olles kutsunud huvitatud isikuid üles esitama oma märkused vastavalt eespool viidatud sätetele ([1]) ja võttes nende märkusi arvesse

ning arvestades järgmist:

I. MENETLUS

(1) 22. veebruaril 2007 sai komisjon kaebuse esitajalt A ([2]) kaebuse riigiabi kohta, mis käsitles toetust, mille Valencia autonoomne piirkond oli väidetavalt andnud filmistuudiole Ciudad de la Luz. Kaebuse esitaja A kinnitas 15. märtsil 2007, et tema kaebuse võib saata edasi Hispaania ametiasutustele.

(2) Komisjon saatis 10. aprillil 2007 kaebuse täies mahus edasi Hispaania ametiasutustele, paludes väidetava abi kohta teavet. Komisjoni ei oldud eelnevalt teavitatud ühestki filmide toetusmeetmest Valencias, millele oleks riigiabi heaks kiidetud.

(3) Pärast seda, kui Hispaania ametiasutused olid 18. aprillil 2007 esitanud taotluse tähtaja pikendamiseks (mis rahuldati 24. aprillil), vastasid nad komisjoni teabenõudele 15. juunil 2007.

(4) 30. aprillil 2007 esitas kaebuse esitaja A lingid ajakirjas Variety avaldatud artiklitele, milles kirjeldatakse väidetavalt tootmistoetusi, mida pakutakse Valencias filmimiseks, ning kinnitatakse, et Ciudad de la Luz meelitab ligi suure eelarvega filmitootjaid ([3]).

(5) Komisjon palus 13. juulil 2007 Hispaania ametiasutustelt täiendavat teavet. Pärast seda, kui Hispaania ametiasutused olid 18. juulil 2007 esitanud taotluse tähtaja pikendamiseks (mis rahuldati 19. juulil), vastasid nad komisjoni teabenõudele 8. oktoobril 2007.

(6) 15. juulil 2007 sai komisjon kaebuse kaebuse esitajalt B ([4]). Pärast kaebuse esitajalt nõusoleku saamist saatis komisjon tema kaebuse 2. augustil 2007 edasi Hispaania ametiasutustele.

(7) 13. veebruari 2008. aasta kirjaga teavitas komisjon Hispaania ametiasutusi, et ta on otsustanud algatada abi suhtes Euroopa Liidu toimimise lepingu artikli 108 lõikes 2 sätestatud menetluse. Hispaania vastas kirjale 28. aprillil 2008.

(8) Komisjoni otsus menetluse algatamise kohta avaldati *Euroopa Liidu Teatajas* ([5]). Komisjon kutsus huvitatud isikuid üles esitama oma märkused abi kohta.

([1]) ELT C 134, 31.5.2008, lk 21.

([2]) Kaebuse esitaja A on suur Euroopa filmistuudio. Ta on palunud oma isikut mitte avaldada.

([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]) Kaebuse esitaja B on suur ettevõtja Euroopa filmisektoris. Ka tema on palunud oma isikut mitte avaldada.

([5]) Vt allmärkus 1.

(9) Komisjon sai huvitatud isikutelt märkusi ja edastas need Hispaaniale 3. oktoobril 2008. Hispaania ametiasutuste märkused sai komisjon 21. novembril 2008 ja 29. detsembril 2008.

(10) Pärast komisjoni ja Hispaania ametiasutuste kohtumist 11. veebruaril 2009 esitas Hispaania 30. märtsil 2009 lisateavet.

(11) Komisjon saatis täiendava teabenõude Hispaaniale 26. augustil 2009, millele Hispaania ametiasutused vastasid 20. oktoobril 2009 ja esitasid lisateabe 1. veebruaril 2010.

(12) Komisjon saatis täiendava teabenõude Hispaaniale 24. mail 2011, teavitades Hispaaniat sõltumatu majanduskonsultandi Ecorysi määramisest. Hispaania vastas 7. juunil 2011. Komisjon vastas Hispaaniale 22. juulil 2011.

(13) Komisjon saatis Hispaaniale lõpliku teabenõude koos Ecorysi aruandega 1. augustil 2011. Hispaania esitas oma märkused Ecorysi aruande kohta 3. oktoobril 2011. Hispaania esitas täiendavad andmed riikliku investeeringu kohta ettevõttesse Ciudad de la Luz SAU 11. aprillil 2012.

II. ÜKSIKASJALIK KIRJELDUS

(14) Ciudad de la Luz on suur filmistuudio kompleks Alicante lähedal (Valencias). Valencia autonoomse piirkonna valitsus (*Generalitat Valenciana*) võttis esialgse otsuse investeerida Ciudad de la Luzi projekti vastu 24. oktoobril 2000.

(15) Ciudad de la Luz SA asutati 2. novembril 2000. Selle eesmärk oli teha kõik vajalik Ciudad de la Luzi kompleksi arendamiseks, rajamiseks ja juhtimiseks, mis hõlmas audiovisuaalsete ja kinematograafiliste rajatiste ehitamist, juhtimist ja käitamist, aga ka muud seonduvat vabaaja- ja majutustegevust.

(16) 75 % algsest 600 000 euro suurusest Ciudad de la Luz SA aktsiakapitalist kuulus Parque Temático de Alicante SAU-le, kellest sai hiljem Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (SPTCV). SPTCV on avalik-õiguslik asutus, kes tegeleb investeerimistegevusega Valencia autonoomse piirkonna valitsuse nimel. Ülejäänud 25 % kuulus eraettevõtjale Producciones Aguamarga SL, kes vastutas muude ehitustööde, Ciudad de la Luzi arendamise ja stuudiote juhtimise eest.

(17) 2001. aasta novembris suurendati aktsiakapitali 9 miljoni euroni ning kõik lisaaktsiad ostis SPTCV, suurendades oma osalust 98,4 %ni. SPTCV suurendas oma osalust veelgi 2003. aasta veebruaris ja 2004. aasta mais uute aktsiate samalaadse ostmisega. Producciones Aguamarga müüs oma 0,2 % suuruse osaluse Ciudad de la Luz SAs [6] SPTCV-le 2004. aasta juulis (139 059 euro eest). Sellest ajast peale on kõik Ciudad de la Luz SAU aktsiad kuulunud SPTCV kaudu Valencia autonoomse piirkonna valitsusele. Sellest ajast saadik on Ciudad de la Luz SAU olnud avalik-õiguslik äriühing, mis kuulub täielikult SPTCV-le ning mille hangete ja finantsjärelevalve suhtes kohaldatakse avalikku õigust. Kuid Producciones Aguamarga jätkas Ciudad de la Luzi juhtimist.

(18) Filmistuudio kompleks avati filmimiseks 2005. aasta augustis. Kompleks on mõeldud väga suurte filmide tootmiseks, selle ehitustööd algasid 2002. aastal ning on jagatud kolmeks etapiks:

— 1. etapp (valmis): kuus kliimaseadmega filmipaviljoni kogupinnaga 11 000 m^2, tootmise abihooned, 15 050 m^2 töökodasid ja laoruume ning kaks välisvõtete ala (taustadekoratsioonidega) kokku 14 hektaril;

— 2. etapp (lõpetati pärast ametliku uurimise alustamist): toitlustushooned, haldushoone, järeltöötluse labor ja kolmas välisvõtete ala (taustadekoratsioonidega) kokku 5 hektaril koos basseiniga, kus saab filmida;

— 2B. etapp (töödega ei ole alustatud): suur ja sügav loodusliku silmapiiriga veehoidla;

— 3. etapp (töödega ei ole alustatud): 5 000 m^2 suurune filmipaviljon (kavandatud maailma suurimana), veel üks taustadekoratsioonidega välisvõtete ala ja neli telestuudiot.

(19) Peale selle mahutab stuudiokompleks kolledžit, mis on spetsialiseerunud audiovisuaalsele tootmisele (kino, TV, raadio, internet) ja pakub magistrikraadi tootmise (kunstiline, tehniline turundus, kommunikatsioon) kõikides valdkondades. Esialgsed plaanid 2000. aastal hõlmasid muid lisainvesteeringuid kõrvalasuvatesse ostukeskustesse, hotellidesse ja spordikompleksi, mis pidid tagama

[6] Kapitali liikumisega 7. oktoobril 2004 sai Ciudad de la Luz SA-st Ciudad de la Luz SAU, ainuaktsionäriga ettevõte (*sociedad anónima unipersonal*), mille kogu aktsiakapital kuulub SPTCV-le.

projekti positiivse rahavoo, kuid mida pole praeguseks välja arendatud. Kuigi vajaliku maa andis piirkonna valitsus 2004. aastal ja hankekonkurss nende kontsessioonialuste rajatiste käitamiseks kuulutati välja 2005. aastal, ei olnud pakkumused piisavalt head ning lisainvesteeringuid ei ole tehtud.

(20) Ciudad de la Luzi modernsete rajatiste teatud küljed andsid sellele Euroopa väheste konkureerivate suurte filmistuudiote ees suuri eeliseid seoses suure eelarvega filmide tootmise võimsusega. Näiteks oleks 5 000 m^2 suurune filmipaviljon Ciudad de la Luzi algsetes plaanides olnud maailma suurim ([7]). Komisjon märgib siinkohal, et suurtest filmipaviljonidest oleks huvitatud vaid suured filmitootjad.

(21) Veel hiljuti juhtis stuudiot Aguamarga Gestión de Estudios SL, kes tegutses filmistuudio esindajana tasu eest, mida ta sai aktsionäriga sõlmitud mitmeaastase juhtimislepingu alusel.

SPTCV riiklikud investeeringud ja Ciudad de la Luzi äriplaanid

(22) Enne ehitustööde algust analüüsisid 1999.–2000. aastal kolmandatest isikutest konsultandid neljas uuringus Ciudad de la Luzi arendamise majanduslikku otstarbekust, mahtu ja strateegilisi suuniseid. Hispaania esitas need uuringud ametliku uurimismenetluse ajal.

(23) Nendes uuringutes käsitleti filmide tootmise kasvuväljavaateid, ([8]) võrreldi teisi asukohti Valencia autonoomses piirkonnas filmistuudiote ehitamiseks ([9]) ja esitati filmistuudio kompleksi esialgne analüüs ([10]) ning äriplaan ([11]). Hispaania ametiasutused ei olnud neid uuringuid esitanud enne komisjoni otsust algatada projektiga seoses ametlik uurimine riigiabi kasutamise kohta. Andmed 22. veebruari 2008. aasta algatamisotsuses pärinesid uuringust (mille tegi Consultia) ja mille kohta Hispaania ametiasutused olid komisjonile öelnud, et see tehti 2002. aastal. Ent pärast algatamisotsust teavitas Hispaania komisjoni, et uuring viidi läbi hoopis 2004. aastal.

([7]) Allikas: Hollywood Reporteri artikkel „Let there be light" – 31. oktoober 2006: http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371.

([8]) Hispaania 28. aprilli 2008. aasta vastuse I lisa: „La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento" (*Estudios e Investigationes Audiovisuales* – jaanuar 1999).

([9]) Hispaania 28. aprilli 2008. aasta vastuse IV lisa: „Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana – kommenteeritud kokkuvõte" (PriceWaterhouseCoopers – 30. jaanuar 2000).

([10]) Hispaania 28. aprilli 2008. aasta vastuse II lisa: „Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana – Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto" (Arthur Andersen – kuupäevata).

([11]) Hispaania 28. aprilli 2008. aasta vastuse III lisa: „Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana" (Arthur Andersen – kuupäevata).

(24) Arthur Anderseni ([12]) 2000. aastal koostatud äriplaani järeldused olid positiivsed ning hõlmasid projekti kasumlikkuse prognoose keskpikas ja pikas perspektiivis. Filmistuudio projekti positiivsed rahavood olid dokumentaalselt tõestatud viieaastaseks perioodiks (2002–2006) pärast stuudiohoonete, konverentsikeskuse ning filmi- ja telemetoodika kolledži ehitustööde lõpetamist.

(25) Nende ehitusetappide maksumuseks prognoositi 16,9 miljardit peseetat (101,7 miljonit eurot). Maa hinda arvesse ei võetud ning äriplaanist oli näha, et kuluarvutused võivad muutuda +/-30 %. Kuluarvutused projekti järgmiste etappide teostamise kohta puudusid.

(26) Selle äriplaani alusel tegi SPTCV aastatel 2000–2004 Ciudad de la Luzi investeeringuid või võttis investeerimiskohustusi aktsiakapitali suurendamise ja maaga kokku 104 259 759 euro väärtuses. Vt üksikasju põhjenduses 53.

(27) Kuna ehitustööd kestsid kavandatust kaks aastast kauem ja investeeringute kavas suurendati oluliselt investeeringuid, tellisid Ciudad de la Luz/SPTCV 2004. aastal Consultialt uue uuringu ja äriplaani ([13]). Ka Consultia uuringu järeldused projekti kasumlikkuse kohta olid positiivsed ja äriplaan aastateks 2004–2014 näitas SPTCV investeeringute positiivset tasuvust kuni aastani 2014 ja edasi.

(28) 2004. aasta juulis ostis SPTCV Producciones Aguamarga SLi osaluse Ciudad de la Luz SAs 139 059 euro eest. Erinevalt SPTCVst ei olnud Producciones Aguamarga SL teinud Ciudad de la Luz SAsse täiendavaid investeeringuid pärast algset 150 000 euro suurust investeeringut 2000. aasta novembris. Seega oli Producciones Aguamarga SL osalus Ciudad de la Luz SAs selleks ajaks, kui SPTCV osaluse omandas, vähenenud 0,2 %ni. Selle tehingu järel sai ettevõttest täielikult avalik-õiguslik ettevõte ja selle uueks nimeks sai seega Ciudad de la Luz SAU.

([12]) Vt allmärkus 10.

([13]) Hispaania 28. aprilli 2008. aasta vastuse VI lisa: „Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004-2014" (Consultia IT – 7. mai 2004).

(29) Muudetud tööde kava ja äriplaani alusel andis SPTCV ainuaktsionärina kaks osaluslaenu summas 95 miljonit eurot 2005. aastal ja 20 miljonit eurot 2007. aastal. Ciudad de la Luz SAU raamatupidamisaruanne seisuga 31. detsember 2010, mille Hispaania ametiasutused esitasid aprillis 2012, näitab, et SPTCV investeeris ajavahemikul 2008–2010 veel 45 829 840 eurot aktsiateks vahetatavate võlakirjadena. Raamatupidamisaruanne näitab ka seda, et SPTCV-le ei makstud intresse 2005. ja 2007. aastal antud osaluslaenudelt ja intressivõlg 2009. ja 2010. aasta eest oli kokku 7 222 160 eurot. Peale selle oli 31. detsembriks 2010 kogunenud intressivõlga aktsiateks vahetatavatelt võlakirjadelt 1 814 187 eurot. Seega oli SPTCV 2010. aasta lõpuks investeerinud riiklikke vahendeid Ciudad de la Luzi kogusummas 274 125 946 eurot, mis sisaldab ka antud laenudelt maksmata intresse.

Ciudad de la Luzi äristrateegia ja äritulemused

(30) 2000. aasta äriplaanis seati Ciudad de la Luzi eesmärgiks kujuneda Euroopas võimsuselt teiseks stuudiokompleksiks (Pinewoodi järel) ja meelitada ligi Hispaania filmitootmist (film, televisioon ja reklaamid), millele lisandus aastas 16 välismaa (EL ja Ameerika Ühendriigid) filmitootja kaasamine. 2004. aasta läbivaadatud äriplaanis märgiti, et Ciudad de la Luzi üks strateegiline eesmärk peaks olema saada oma põhiklientideks suured filmi- ja telesaadete tootjad.

(31) 2004. aasta äriplaanis peeti Ciudad de la Luzi peamisteks rahvusvahelisteks konkurentideks suuri stuudioid väljaspool Ameerika Ühendriike, eriti neid, kes on Ciudad de la Luziga sarnased, nimelt Pinewood-Shepperton (Ühendkuningriik), Cinecitta (Itaalia), Barrandov (Tšehhi Vabariik), Babelsberg (Saksamaa), Cinecite Montreal & Lions Gate (Kanada) ja Warner Roadshow & Fox (Austraalia).

(32) Esialgses, 2000. aasta äriplaanis olid stuudioteenuste (näiteks dekoratsioonide ala renditasu, töökojad) hinnakirjad kavandatud selliste hindade vahemikus, mida kohaldasid võrreldavad stuudiod ELis (st Shepperton ja Elstree Ühendkuningriigis, Babelsberg Saksamaal). 2004. aasta läbivaadatud äriplaanis esitatakse ka strateegiline hinnakujunduse mudel, milles viidatakse rahvusvaheliselt tuntud stuudiote hindadele, mis on umbes 15–20 % madalamad kui juhtivatel stuudiotel (Ameerika Ühendriigid ja Pinewood Ühendkuningriigis), ent 50–100 % kallimad kui ELi stuudiotel (Barrandov Tšehhi Vabariigis ja Babelsberg Saksamaal).

(33) Tegelikkuses ei ole Ciudad de la Luzi äristrateegia siseriiklikud ega rahvusvahelised eemärgid teostunud. Kokku 33 Ciudad de la Luzis aastatel 2005–2009 filmitud filmist olid 28 Hispaania filmid ja vaid viis ELi ühistööd (Kreeka, Prantsusmaa). Peale mõne üksiku kõrghetke, mida on pakkunud suured Euroopa ühistööd, näiteks „Asterix olümpiamängudel" ja viimati üks Ameerika Ühendriikide ja Hispaania ühistöös valminud film, on Ciudad de la Luzis alates stuudio avamisest 2005. aasta augustis filmitud filmid peamiselt olnud Hispaania filmitootjate looming.

(34) Vaatamata 2004. aasta äriplaanis esitatud väljavaadetele, mille kohaselt pidi 2010. aasta olema esimene aasta, kus tegevustulemused on (tagasihoidlikult) positiivsed, on Ciudad de la Luzi äritegevus senini tootnud kahjumit. Ciudad de la Luzi kogukahjum oli 2010. aasta lõpuks 84 miljonit eurot võrreldes kogukasumiga 12 miljonit eurot, mida prognoositi samaks ajaks 2004. aasta äriplaanis. Eespool nimetatud stuudiotega võrreldes ei ole Ciudad de la Luzil õnnestunud filmide tootmist väljastpoolt Hispaaniat kavandatud hulgal ligi meelitada ja tulemused jäävad alla ootuste isegi Hispaania nõudlust arvestades. Tegevuskahjum on samuti eeldatust suurem.

Menetluse algatamise alused

(35) Komisjoni ajendas 2007. aastal uurimist algatama kaebuse esitaja A kaebus ja ka selle järgnenud kaebuse esitaja B kaebus, kes on mõlemad eri liikmesriikide filmisektoris tuntud ettevõtted. Kaebustes väideti, et Ciudad de la Luzi riiklikus rahastamises ja eriti Ciudad de la Luzi kehtestatud filmispetsiifiliste soodustuste süsteemis on kasutatud ebaseaduslikku riigiabi.

(36) Nagu eespool on märgitud, oli 2008. aasta veebruaris, kui komisjon ametliku uurimise algatas, ainus alus, mille Hispaania ametiasutused olid esitanud investeerimisotsuse kohta, Consultia äriplaan, mis oli väidetavalt koostatud 2002. aastal. Pärast esialgset hindamist oli komisjonil tõsiseid kahtlusi, kas turuinvestor oleks investeerinud samade tingimuse alusel ja samas mahus kui Valencia autonoomse piirkonna valitsus.

(37) Abi võimaliku kokkusobivuse kohta ei olnud komisjonil mingit teavet, mis oleks võimaldanud tal kontrollida, kas täideti regionaalabi suuniste tingimused, mida kohaldati sel ajal (2000–2004) Valencia autonoomse piirkonna suhtes. Komisjon kahtles ka selles, kas Euroopa Liidu toimimise lepingu artikli 107 lõike 3 punktis d sätestatud

kultuuri käsitlevat erandit saab kohaldada, kuna Ciudad de la Luz ei edenda kultuuri ega säilita kultuuripärandit, seda võib kasutada igat liiki audiovisuaalseteks teosteks, sealhulgas reklaamideks ning ta konkureerib teiste ettevõtjatega äriettevõtjate ligimeelitamiseks.

(38) Komisjon võttis arvesse ka võimalikku riigiabi soodustuste süsteemis, millega ergutatakse Ciudad de la Luzis filmima ning määratles asjaomased filmitootjad abi saajatena. Filmispetsiifilised soodustused olid mõeldud konkreetseks tegevuseks konkreetses asukohas selgusetute kriteeriumide alusel ning tundusid seega mitte vastavat eeskirjadele, mis on sätestatud komisjoni nn kinoteatises.

III. **HUVITATUD ISIKUTE MÄRKUSED**

(39) Komisjon sai märkusi kokku kümnelt huvitatud isikult. Neist neli tegutsevad filmistuudiote juhtimise valdkonnas teistes liikmesriikides peale Hispaania (kaebuse esitaja A, kaebuse esitaja B, Barrandov Studio ja Mediterranean Film Studios Limited), viis tegutsevad Hispaania filmitööstuses (Federación de Asociaciones de Productores Audiovisuales Españoles – FAPAE, Associacio de directors de cinema valencians, Empreses audiovisuals valencianes federades – EAVf, Association Productors audiovisuals valencians ja Sociedad Proyectos Tematicos de la Comunidad Valenciana – SPTCV SAU) ning üks oli riiklik filmide rahastamise ja filmipoliitika nõukogu (UK Film Council).

Tegutsevate filmistuudiote märkused

(40) Oma 25. juuni 2008. aasta konfidentsiaalses avalduses väljendab kaebuse esitaja B oma muret seoses abiga, mille toel Ciudad de la Luzi arendati ja mille toel see praegu tegutseb. Ta väidab, et meetmed, mis komisjon menetluse algatamisel võttis, on olulised tema ettevõtte ja sektori jaoks.

(41) Oma 30. juuni 2008. aasta konfidentsiaalses avalduses piirdub kaebuse esitaja A oma märkustes süvauurimise kohta nelja teemaga: i) stuudiote rahastamise kulud, ii) alustava ettevõtte rahastamise põhimõtted, iii) lõpliku võõrandamise väärtuse hindamine ja iv) muud soodustused, mis Ciudad de la Luz annab. Tema arvates „käsitleks erainvestor isegi väljakujunenud ja kasumit teenivat stuudioettevõtet vähemalt keskmise riskiga investeeringuna []. See põhineb asjaolul, et kuigi stuudio on vara, mis on tagatud [], on selle tegevusvõimendus ilmsel liiga suur, mis teeb kasumi prognoosimise keeruliseks. Lisaks suurendavad määramatust muud tegurid, näiteks filmitootmissektori tsükliline iseloom."

(42) Kaebuse esitaja A arvates võiks 15 % kapitali kaalutud keskmine hind olla kohane väljakujunenud stuudio puhul, kuigi „tasuvus, mida [kaebuse esitaja A] erakapitalifirmadest investorid ootasid, oli sellest suurem." Alustavat stuudiot käsitleks erainvestor „keskmise või suure riskiga ettevõttena ning ootaks seega oma investeeringult oluliselt suuremat tasuvust (kuigi kasumisse jõudmiseks antaks teatud määral aega). Arvestades, et tavaliselt on alustavatel ettevõtetel piiratud võimalused (kui neid üldse on) võtta laenu tavapärastest allikatest, suurendavad alustava ettevõtte kapitali kaalutud keskmist hinda tavaliselt nii nõutav suurem omakapitali tootlus kui ka odavama hinnaga laenukapitali puudumine."

(43) Ciudad de la Luzi lõpliku võõrandamise väärtust, mis esitati algatamisotsuses, peab kaebuse esitaja A ebarealistlikuks. Samuti väidab ta, et erainvestori arvates oleks üsna ebaharilik võtta väärtuse määramisel asendajaks intressi- ja maksueelse kasumi suhe üle 12–15.

(44) Ja lõpetuseks, tootjate ligimeelitamiseks antud soodustuste kohta väitis kaebuse esitaja A, et nende abil toetati tõhusalt filmitootmiskompaniide kulusid kvalifitseeritud tehnilise ja abipersonali sissetoomisel, keda Valencia piirkonnas väidetavalt ei jätku. Kaebuse esitaja A leiab, soodustused kahjustavad tõsiselt konkurentsi, sest selliste soodustusteta oleks stuudiotel olnud raskem filmitootjaid ligi meelitada.

(45) Oma esialgses 25. juuni 2008. aasta avalduses rõhutas Barrandov Studio, et väidetav abi moonutab asjaomast turgu ja seab teised konkurendid ebasoodsamasse olukorda, ning taotles juhtumi keerulisust arvestades lisaaega täiendavate märkuste esitamiseks. Need märkused jõudsid komisjonini 15. septembril 2008. Barrandov Studio toetab kaebuse esitaja A väiteid kaebuse aluste kohta ning rõhutab, et filmipaviljonide suurus ja arv näitab, et Ciudad de la Luz keskendub pigem suure eelarvega Ameerika Ühendriikide filmidele kui Hispaania filmidele. Filmiala asjatundjate ja taristu vähesus Alicantes

võrreldes Madridi või Barcelonaga ei kinnita koha valiku loogilisust. Strateegiliselt jagaks stuudioärisse investeerija klientuuri kohalikeks klientideks, kes tagavad stabiilse sissetuleku ja välisklientideks, kes tegelevad peamiselt välismaiste suurfilmide tootmisega. Ciudad de la Luz järgib vastupidist strateegiat, mis põhineb stuudioteenuste osutamisel väga madalate hindadega, mis ei arvesta asutamiskulusid. Lisaks oleks erainvestor tulude pikemaks ajaks kui kolmeks kuni viieks aastaks prognoosimise keerulisust arvestades nõudnud hoopis kiiremat tasuvust. Barrandovi arvates kinnitab seda väidet konfidentsiaalne äriplaan, mis kirjeldab tema hiljutist investeeringut uude stuudiosse, mis tehti eeldusel, et puhastulu saadakse alates teisest tegevusaastast ja tasuvusperiood on alla kaheksa aasta. Samuti ei näe Barrandov ühtegi mõistlikku selgitust kasumile (341 miljonit eurot), mida Hispaania ametiasutused lootsid 2014. aastaks saada.

(46) Oma 27. juuni 2008. aasta avalduses piirdub Mediterranean Film Studios Limited oma märkustes veebasseinidega, mis Ciudad de la Luz välja kuulutas. Ta väidab, et nende enda veebasseinid on Euroopas ainulaadsed ja võrreldavad vaid Foxi basseinidega Baja Californias (Mehhiko). Oma basseinide aastase täituvuse madalat määra arvestades väidavad nad, et nii nende kui ka filmitööstuse ühise arvamuse kohaselt on Vahemere piirkonnas või Euroopas filmideks juba piisaval hulgal veebasseine.

Hispaania filmisektoris tegutsevate poolte märkused

(47) Oma 30. juuni 2008. aasta märkustes leiab Federacion de asociaciones de productores audiovisuales espanoles (FAPAE), et Ciudad de la Luz on suurendanud turul konkurentsi suurte tootmisrajatiste vahel ja kaebuse esitajad tahavad lihtsalt säilitada oma turupositsiooni ning takistada konkurentide sisenemist, kes pakuks usaldusväärset alternatiivset teenust ja hinda kaebuse esitajate stuudiote kõrval, mis valitsevad Euroopa turgu. Samuti väidab FAPAE, et sellised stuudiod nagu Barrandov, Cinecittà, Babelsberg või Mafilms on oma turupositsiooni ja maine üles ehitanud riikliku toetuse eri vormide najal, sh riigi osalemisega aktsiakapitalis. Üldjoontes rõhutab FAPAE, et kultuurilise mitmekesisuse säilitamine õigustab tugevat riiklikku sekkumist filmitööstusesse. Täpsemalt pakub Ciudad de la Luz väidetavalt Hispaania filmitootjatele keerulisi ja kõrgetasemelisi teenuseid Hispaanias, mida tuleks vastasel juhul hankida kõrgema hinna eest välismaalt. Väite suhtes, nagu oleks Ciudad de la Luz suunatud superfilmide tootmisele, väidab FAPAE, et väikese eelarvega Hispaania filmitootjad saavad Ciudad de la Luzist suurt kasu ning see keskendub riiklikule ja kohalikule kultuurile, aidates nii kaasa kultuurialastele eemärkidele, mis on sätestatud endises EÜ asutamislepingu artikli 87 lõike 3 punktis d (nüüd ELi toimimise lepingu artikli 107 lõike 3 punktis d). Empreses audiovisuals valencianes federadesi (EAVf) 21. mai 2008. aasta märkused ja Association of Productors audiovisuals valenciansi 16. mai 2008. aasta märkused kordavad üldjoontes ja mõnikord sõna-sõnalt FAPAE märkusi.

(48) Oma 5. juuni 2008. aasta märkustes rõhutab Associaciò de directors de cinema valencians, et Ameerika Ühendriikide filmitööstuse ülekaal marginaliseerib Euroopa filmitootmist mitme väidetavalt kuritahtliku tava kasutamise abil. Nende arvates on vaja parandusmeetmeid, et Euroopa kultuurilooming saaks konkureerida võrdsete tingimuste alusel. Ühendus väidab, et riiklik sekkumine Ciudad de la Luzi aitab sellele igati kaasa, see on kasulik Euroopa, Hispaania ja Valencia filmitootmisele ning eesmärk on nende kultuurilise identiteedi kaitsmine.

(49) Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (Ciudad de la Luz SAU ainuomanik, kelle enda omanik on Comunidad Valenciana) 23. juuni 2008. aasta tähelepanekud kordavad põhimõtteliselt samu sisulisi argumente ja toetuvad Hispaania esitatud tõendusmaterjalile. Nende märkustes osutatakse erilist rõhku järgmistele aspektidele. Esiteks näitab asjaolu, et erainvestor rahastas projekti osaliselt selle algusjärgus 2000. aastal olemasolevatele uuringutele toetudes, seda, et riigiasutuste investeering järgis erainvestori arutluskäiku. Nii 2000. aasta kui ka 2004. aasta uuringus järeldati igasuguse kahtluseta, et projekt on kasumlik. Teiseks, teatud filmidele antud soodustused on uue ettevõtte puhul äriliselt põhjendatud ning neid anti sponsorlepingu vormis vastutasuks reklaamitegevuse eest, mis toovad kasu stuudiote mainele, sel ajal kui saajate reklaamikulutused suurenevad. Selle kohta läbi viidud uuringu kohaselt sai Ciudad de la Luz sponsorlepingutest majanduslikku tulu hinnanguliselt [—] (*) miljonit eurot.

(*) Konfidentsiaalsed andmed on otsuse tekstis märgitud järgmiselt: [—].

Riiklike filmide rahastamise asutuste tähelepanekud

(50) Oma 25. juuni 2008. aasta kirjas kinnitab UK Film Council, et ametliku uurimismenetluse algatamise otsuses on vajalikud tõendid olemas.

IV. HISPAANIA MÄRKUSED

(51) Pärast ametliku uurimise algatamist avalikustasid Hispaania ametiasutused, et esialgne investeerimisotsus tugines 2000. aastal koostatud äriplaanile, mitte sellele, mille nad olid esitanud varem. Seda äriplaani käsitleti uuringus, mis tehti 2004. aastal, mitte 2002. aastal, nagu Hispaania ametivõimud olid komisjoni varem teavitanud.

(52) 2004. aasta uuringu ajaks oli projekti investeeritud juba üle 90 miljoni euro. Niisiis väidavad Hispaania ametiasutused, et vastu võeti kaks investeerimisotsust: üks 2000. aastal projekti esimese etapi kohta ja üks 2004. aastal kavandatud juurdeehituse kohta.

(53) Investeeringute ajakava Ciudad de la Luzi, mida Hispaania ametivõimud ajakohastasid viimati 2012. aasta aprillis, oli järgmine:

Kuupäev	Kirjeldus	Riiklik investeering (eurodes)
24.10.2000	Valencia autonoomne piirkond otsustab Ciudad de la Luzi välja arendada	—
2.11.2000	Asutatakse Ciudad de la Luz SA (75 % kuulub Parque Temático de Alicante SAU-le, 25 % Producciones Aguamarga SLile)	450 000 [75 % 600 000 eurost]
21.11.2001	Parque Temático de Alicante SAU investeerib Ciudad de la Luz SAsse kapitali suurendamiseks ühepoolselt 9 miljonit eurot (suurendades oma osalust 98,4 %ni)	9 000 000
6.2.2003	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU [1] investeerib Ciudad de la Luz SA kapitali suurendamiseks ühepoolselt 30 miljonit eurot (suurendades oma osalust 99,6 %ni)	30 000 000
4.5.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU investeerib Ciudad de la Luz SA kapitali suurendamiseks ühepoolselt 54 870 660 eurot (suurendades oma osalust 99,8 %ni)	54 870 660
23.7.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU omandab 0,2 % osaluse Ciudad de la Luz SAs, mille omanik on Producciones Aguamarga SL (nimiväärtus 150 000 eurot) 139 059 euro eest (suurendades oma osalust Ciudad de la Luz SA-s 100 %ni)	139 059
9.3.2005	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU loovutas Ciudad de la Luz SA-le maa, millele ehitati stuudiod, suurendades sellega oma osalust 9 800 040 euro võrra (kuigi Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU raamatupidamises oli maa väärtuseks hinnatud 1 030 856 eurot). Enne seda kuupäeva oli projekt juba saanud Valencia valitsuselt loa krundile stuudiote ehitamiseks.	9 800 040
Suvi 2005	Ciudad de la Luz SA alustab tegevust filmistuudiona	—
28.4.2005	95 miljoni euro suurune osaluslaen	95 000 000
26.12.2007	20 miljoni euro suurune osaluslaen	20 000 000
30.6.2008	Aktsiateks vahetatavad võlakirjad, mis emiteeriti võimalusega vahetada laen aktsiateks enne 31. detsembrit 2008.	10 000 000

Kuupäev	Kirjeldus	Riiklik investeering (eurodes)
2.1.2009	Aktsiateks vahetatavad võlakirjad, mis emiteeriti võimalusega vahetada laen aktsiateks enne 30. juunit 2009.	10 000 000
17.3.2009	Aktsiateks vahetatavad võlakirjad kuni 30 miljoni euro väärtuses võimalusega vahetada laen aktsiateks enne 30. detsembrit 2009.	25 829 840
31.12.2010	Tasumata intressid osaluslaenudelt 2009. ja 2010. aastal	7 222 160
31.12.2010	Tasumata intressid aktsiateks vahetamata laenudelt 2009. ja 2010. aastal	1 814 187
	Kokku	274 125 946

([1]) Varasem nimetus Sociedad Parque Temático de Alicante, SAU.

(54) Hispaania ametiasutused keskendusid oma vastustes püüdele näidata, et investeering ei ole riigiabi, sest turuinvestor oleks investeerinud projekti samadel tingimustel (turumajanduse tingimustes tegutseva investori põhimõtet kohaldades). Nad on oma väite kinnitamiseks esitanud majanduskonsultatsiooniettevõtte LECG aruanded.

(55) Isegi siis, kui komisjon leidis, et vähemalt osa investeeringust oli riigiabi, väitis Hispaania, et kõik filmid, mis Ciudad de la Luzis filmiti, vastasid Valencia filmimisega seotud soodustuste kultuurialastele kriteeriumidele, mis komisjon kiitis heaks aprillis 2008, detsembris 2008 ja juulis 2009 ([14]). Hispaania väitel võib ELi toimimise lepingu artikli 107 lõike 3 punktis d sätestatud kultuuri käsitlevat erandit kohaldada investeerimisabi suhtes filmitootmise eel või järel.

(56) Peale selle märgib Hispaania, et igasugust abi, mida sisaldasid Ciudad de la Luzi riiklik rahastamine ja filmidele pakutud soodustused, tuleks käsitleda riiklike filmitoetuskavade moonutava mõju seisukohalt, mis komisjon on kiitnud heaks teistes liikmesriikides ja mis meelitavad suuri filmitootjaid Ciudad de la Luzi konkurentide juurde ([15]).

(57) Samuti väidab Hispaania, et sellel ajal (1998) kehtinud riigiabi suunised oleks lubanud investeerimisprojektile 36 % suurust abi osatähtsust. Samuti oleks täidetud lisatingimusi, mis kehtestati 2002. aastal mitut valdkonda hõlmavas raamprogrammis piirkondliku abi andmiseks ulatuslikele investeerimisprojektidele, mille turuosa on väiksem kui 25 % ja mis suurendavad turuvõimsust 5 %.

(58) Hispaania esitas veel ühe LECG aruande, milles kritiseeriti komisjoni talituste tehtud 2004. aasta äriplaani analüüsi. LECG kritiseeris komisjoni talituste analüüsi ja esitas alternatiivsed väärtused andmete ja riskitegurite kohta ning samuti maa väärtuse tagasiulatuvad hindamised, millele Ciudad de la Luz ehitati.

(59) Teises komisjoni talituste tehtud majandusanalüüsis uuriti 2000. aasta äriplaani ja Hispaania esitatud maa väärtuse tagasiulatuvaid hindamisi. Peale selle tegi sõltumatu konsultant komisjoni palvel turumajanduse tingimustes tegutseva investori põhimõtte sõltumatu majandusliku hindamise. Sõltumatu aruanne saadeti Hispaania ametiasutustele 30. septembril 2011.

(60) Hispaania ametiasutused kordasid oma algatamisotsuse kohta tehtud märkustes avaldatud seisukohta, et Ciudad de la Luzi tasuvusväljavaateid tuleks võrrelda tema peamiste ELi konkurentidega filmistuudiote sektoris (näiteks Babelsberg, Pinewood), mitte Ameerika Ühendriikide audiovisuaalvaldkonna konglomeraatettevõtetega (Time Warner, Disney), ([16]) nagu teeb Ecorys ([17]). Hispaania ametiasutused väidavad, et selline võrdlus peaks tuginema avalikult kättesaadavatele andmetele (näiteks Bloomberg),

([14]) Otsused riigiabi kohta N379/07 (2.4.2008), N309/08 (15.12.2008) ja N108/09 (30.7.2009).

([15]) Riiklik toetus võib Ühendkuningriigis olla kuni 24 % tootmiskuludest ja Saksamaal kuni 20 %. Riiklike filmitoetuskavade vahelise võidujooksuga toetuste pärast, et kaasata sisemisi investeeringuid suurtelt filmitootjatelt, tegeleb komisjon kinoteatise läbivaatamisel.

([16]) Kuid Ecorys lisab võrdlusesse ka Euroopa stuudio Babelsberg, mis on liidetud teiste ülemaailmsete kompaniidega.

([17]) Majanduskonsultatsioonide ettevõte Ecorys tegi selle juhtumi kohta eraldi uurimuse. Vt üksikasjalikumalt V osa.

mis käsitlevad aega, millal nad oma investeerimisotsuse tegid (st 2000. ja 2004. aastat, mitte 2008. aastat). Lõpetuseks väidavad nad ka seda, et Ecorysi uuringu ([18]) järeldused muudavad kehtetuks paljud vääritimõistmised ja tehnilised vead. Hispaania ametiasutused väitsid, et kui need ära parandataks ja tehtaks asjakohane võrdlus konkurentidega, vastaks investeerimisotsuse tasuvusväljavaated tol ajal kasutada olnud tõendusmaterjali alusel turumajanduse tingimustes tegutseva investori põhimõtte nõuetele.

V. **ABI HINDAMINE**

(61) Kooskõlas ELi toimimise lepingu artikli 107 lõikega 1 on „igasugune liikmesriigi poolt või riigi ressurssidest ükskõik missugusel kujul antav abi, mis kahjustab või ähvardab kahjustada konkurentsi, soodustades teatud ettevõtjaid või teatud kaupade tootmist, siseturuga kokkusobimatu niivõrd, kuivõrd see kahjustab liikmesriikidevahelist kaubandust". Järelikult peab abi, mis kvalifitseerub riigiabina, vastama kõikidele järgmistele tingimustele: 1) meede tuleb anda riigi ressurssidest, 2) see peab andma ettevõtjatele majandusliku eelise, 3) eelis peab olema valikuline ja kahjustama või ähvardama kahjustada konkurentsi, 4) meede peab kahjustama ühendusesisest kaubandust.

Majanduslik eelis:

(62) Nagu eespool on osutatud, on Hispaania ametiasutused väitnud, et meede ei kvalifitseeru riigiabina, sest see vastab turumajanduse tingimustes tegutseva investori põhimõtte („erainvestori põhimõtte") testi kriteeriumile. Selle testiga vaagitakse, kas turuinvestor oleks riikliku investeeringu tegemise otsuse vastuvõtmise ajal investeerinud projekti samadel tingimustel kui riiklik investor. Selle juures on oluline arvestada, et esialgu oli projektil olemas erainvestor ([19]) ja et Hispaania ametiasutused olid tellinud mitu uuringut, millest järeldus, et projekt tekitaks positiivse rahavoo (vt põhjendus 22).

(63) Nagu on rõhutatud punktis 17, kuulus Ciudad de la Luzi puhul erainvestorile (haldusettevõttele) esialgu 25 % projektist (st 150 000 eurot esialgsest 600 000 euro suurusest aktsiakapitalist). Ent erainvestor loobus enne, kui ta paigutas ise täiendavaid rahalisi vahendeid (erainvestori ostis 2004. aastal välja SPTCV). Pärast seda ei investeerinud projekti ükski erainvestor.

([18]) Uurimus turutingimustes tegutseva erainvestori põhimõtte kohaldamisest riikliku investeeringu suhtes Ciudad de la Luzi – lõpparuanne (Ecorys – 19. juuli 2011).

([19]) Näiteks leidis komisjon Citynet Amsterdami puhul, et turutingimustes tegutseva erainvestori põhimõtet järgiti, sest riiklik investor investeeris projekti erainvestoriga võrreldavatel tingimustel. 11. detsembri 2007. aasta otsus juhtumi C 53/2006 kohta.

(64) Asjaolu, et ainus olemasolev erainvestor oli paigutanud projekti üksnes tühise summa, loobudes hetkel, kui tuli teha valdav osa investeeringust, võib käsitleda kui esmapilgul usutavat tõendit selle kohta, et erainvestor ei oleks sellist projekti teostanud sel ajal kehtinud tingimustel. Peale selle oli kõnealuse erainvestori olukord väga eriline (ja ei vastanud seepärast turuinvestori määratlusele pretsedendiõiguse alusel), sest ta vastutas ka projekti algatamise, ehitustööde järelevalve ning stuudiote juhtimise ja edasiarendamise eest, saades selle eest juhtimistasu. See tähendab, et eraldi võetuna võis tema esialgne investeering olla mõistlik muudel põhjustel kui lihtsalt selle kasumlikkus.

(65) Erainvestorite puudumisel tegi piirkonna ametiasutus oma investeerimisotsuse konsultantide uuringute tulemuste põhjal. Kuid selliste uuringute olemasolust üksi ei piisa turutingimustes tegutseva erainvestori põhimõtte kriteeriumide täitmiseks. Võib arvata, et enne rahaliste vahendite paigutamisest sellisel hulgal nagu investeeriti Ciudad de la Luzi, vaataks erainvestor tähelepanelikult läbi äriplaani ja uuringute aluseks olevad eeldused. Erainvestor peaks jõudma ise otsusele, kas konkreetsed eeldused, mida kasutati äriplaani põhjendamiseks, on selle konkreetse juhtumi korral asjakohased. Peale selle võib eeldada, et erainvestor võrdleks Ciudad de la Luzi projekti eeldatavat tulu alternatiivsete projektide eeldatava tuluga. Sellist analüüsi tol korral ei tehtud. Lisaks ei olnud sellise võrdluse tegemine uuringutes esitatud hinnanguliste positiivsete rahavoogude põhjal isegi võimalik.

(66) Riigiabi uurimise kontekstis nõutakse kohtupraktikaga, et komisjon viiks ise läbi asjaolude hindamise ([20]). Seepärast on vaja hinnata tehingu ajal koostatud aruannete usaldusväärsust.

(67) Aruannete põhjal, mis Hispaania ametiasutused on esitanud alates algatamisotsusest, tundub, et projektiga seoses on olemas kaks investeerimisotsust. Neist esimene tehti 2000. aastal Artur Anderseni 2000. aasta äriplaani alusel (hõlmas investeeringuid ajavahemikul 2002–2006). Ilmselt selleks, et hinnata kas lisainvesteering projekti on

([20]) Valmonti kohtuasjas leidis Üldkohus, et komisjon ei oleks pidanud otsuse tegemisel selle kohta, kas maa müügiga kaasnes riigiabi andmine, rahulduma lihtsalt sõltumatu eksperdi hinnangu olemasoluga. Üldkohus nõudis, et komisjon oleks pidanud kontrollima ka selle tõenduslikku väärtust, mida Üldkohus seejärel ise tegi (kohtuasi T-274–01). Hamsa (kohtuasi C-316/02) ja Lenzingi (kohtuasi C-525/04) juhtumite menetlemisel otsustas Euroopa Kohus, et komisjonil on majandusküsimustes teatud määral kaalutlusõigust, kuid ta peab „kontrollima esitatud tõendite tegelikkusele vastavust, usaldatavust ja sidusust…".

õigustatud, telliti 2004. aastal aruanne Consultialt (hõlmas tegelike investeeringuid ajavahemikul 2002–2004 ja prognoositavaid investeeringuid ajavahemikul 2004–2014). Järelikult tuleks turutingimustes tegutseva erainvestori põhimõtet hinnata mõlema investeerimisotsuse puhul.

(68) Komisjon on hinnanud, kas hüpoteetiline erainvestor oleks investeerinud projekti, millega loodi ettevõte Ciudad de la Luz. Turutingimustes tegutseva erainvestori põhimõtte kohaselt käsitletakse tehtud investeeringut riigiabina, kui riigi oodatav hüvitis on väiksem sellest, mida erainvestor oleks selle konkreetse projekti tingimuste alusel nõudnud.

(69) Projekti rahastamiseks peavad investorid investeerima kapitali. Sellisel kapitalil on hind – kapitali hind. Tavaliselt on kapitalil kaks üldisemat laadi allikat: omakapital ja (finants-) laenukapital. Kapitali kogumaksumus on kapitali kaalutud keskmine hind, arvestades omakapitali ja laenukapitali suhet. Laenukapitali hind ja omakapitali hind on eeldatavad kulud ega mitte soetuskulud. Kõnealuses Ciudad de la Luzi juhtumis oli äriplaanis ette nähtud, et projekti rahastatakse täies ulatuses omakapitaliga. Seega on omakapital kapitali koguhind.

(70) Erakapitaliinvestor oleks olnud valmis investeerima Ciudad de la Luzi, kui eeldatav sisemine tasuvuslävi ([21]) oleks olnud kõrgem või võrdne omakapitali alternatiivkuluga ([22]) (st tuluga, mida ta oleks saanud samaväärsest projektist).

(71) Komisjon on omakapitali hinna leidmiseks kalibreerinud finantsvara hindamise mudelit. Omakapitali hind näitab investeeringu alternatiivkulu aktsionäridele ettevõtetes või projektides, mille tegevusvaldkond on sama (või sarnane), ja finantsriski, mis sarnaneb kõnealuse juhtumiga. Finantsvara hindamise mudeli (CAMP) alusel tuleks omakapitali hinda K_e hinnata järgmise valemi põhjal:

$$K_e = R_f + ß(R_m - R_f)$$

kus R_f on riskivaba määr, $(R_m - R_f)$ on turu riskipreemia ja ß on „beeta", süstemaatilise (mittehajutatava) riski määr, mis kaasneb Ciudad de la Luzi aktsiatega, mis kajastab nii äri- kui ka finantsriski.

(72) Riskivabaks määraks R_f soovitatakse turupraktikas ([23]) võtta pikaajaliste (tavaliselt 10aastaste) valitsusvõlakirjade intressimäära tegevusriigis (neid peetakse kõige vähem riskantseteks investeeringuteks). Hispaanias oli 2004. aastal keskmine aastatulu 10aastastelt riigivõlakirjadelt 4,1 % ([24]). Turu riskipreemiaks tuleks võtta ajalooline turu riskipreemia mõistlikult pikal ajavahemikul. Üldlevinud turutava on võtta aluseks erinevus tegevusriigi hajutatud riskitasemega aktsiaindeksi ajaloolise tootluse ja riskivaba määra vahel. Fernándezi andmetel (2004) ([25]) oli riigivõlakirjade turu riskipreemia (ajavahemikul 1991–2003) Hispaanias vahemikus 6,8–9,3 %. Turu riskipreemia hindamisel lähtus komisjon konservatiivsest käsitlusest ja võttis arvesse selle vahemiku madalamat piiri, täpsemalt 6,8 %. Järgnenud ja märksa hilisem artikkel samalt autorilt ([26]) kinnitab veelgi selle väärtuse usaldusväärsust, näidates, et ajavahemikul 2000–2004 jäi nõutav aktsia riskipreemia vahemikku 6–7 %.

(73) Beeta väärtuse hindamiseks kasutas komisjon avalikult kättesaadavat teavet ettevõtjate kohta, kelle Hispaania ametiasutused on määratletud Ciudad de la Luzi otseste konkurentidena, nimelt Carrere Group ([27]) ja Babelsberg. Need näitajad esitasid finantsanalüütikud, kes kaht ettevõtet sügavuti analüüsisid. Kahe beeta keskmine, mida korrigeeriti selliselt, et need vastaks Ciudad de la Luzi finantsriskide iseloomule, andis väärtuseks ligikaudu 1,5. See on konservatiivne käsitlus, sest investeeringuga Ciudad de la Luzi kaasneb tõenäoliselt suurem iseloomuliku riski tase kui teise kahte juba toimivasse stuudiosse. Ciudad de la Luzi puhul on tegemist investeeringuga uue ettevõtte loomiseks piirkonda, kus ei ole

([21]) Üldjuhul vastab sisemine tasuvuslävi diskontomäärale, mis muudab investeeringu nüüdispuhasväärtuse võrdseks nulliga.

([22]) Brealey ja Myers, 2000, „Principles of Corporate Finance", 6. väljaanne (5. peatükk, lk 100).

([23]) Vt näiteks: Brealey ja Myers, 2000, „Principles of Corporate Finance", 6. väljaanne (8. peatükk)

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

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

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

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

Hispaania või rahvusvahelisi filmitootjaid. Teisisõnu, Ciudad de la Luzi beeta on ilmselt suurem kui tema konkurentide oma.

(74) Kasutades eespool esitatud valemit (vt põhjendus 71), leidis komisjon, et omakapitali eeldatav hind peaks olema ligikaudu 14,9 %.

(75) Võrdluseks, nagu on osundatud I lisas, väitis Hispaania, et finantsvara hindamise mudeli rakendamine näitaks, et erainvestor „nõuaks riskipreemiat, mitte tulu, 2000. aastal 3,75 % ja 2004. aastal 2,07 %". See arvutus põhineb beeta väärtusel ß = 0,395. Beeta 1 oleks kõikide aktsiate portfell, ehk „keskmine" aktsia. Seega näitaks beeta, mis on oluliselt väiksem kui 1, eriti väikse riskiga investeeringut. Hispaania ei põhjendanud seda oletust ega esitanud kinnitatud ja kontrollitavaid andmeid selle toetuseks.

(76) Nagu eespool on väidetud (vt põhjendus 70), investeeriks erainvestor ainult sellisesse projekti, mille sisemine tasuvuslävi on suurem kui kapitali alternatiivkulu. Komisjon märgib, et 2000. aasta äriplaanis hinnati üksikasjalikult üksnes projekti esimesi etappe. 2000. aasta äriplaani ja selles esitatud rahavoogude nimiväärtust aluseks võttes sai komisjon oma analüüsis (vt lisa 2) tulemuseks negatiivse nüüdispuhasväärtuse. Seda arvestades ei oleks erainvestor projekti investeerinud.

(77) Sisemise tasuvusläve määramisel lähtus komisjon taas konservatiivsest käsitlusest ega seadnud kahtluse alla äriplaanis esitatud eeldusi, eriti kavandatud projekti prognoositud rahavoogude jada. Ent paraku tuleb märkida, et 2004. aasta äriplaanis prognoositud rahavood tunduvad olevat õigustamatult optimistlikud, eriti kui arvestada kahjumeid, mida ettevõte kandis ajavahemikul 2002–2004 ([28]). Komisjoni käsutuses olevale teabele tuginedes võib seega väita, et 2004. aasta äriplaanis esitatud kavandatud rahavoogude näol oli tegemist ülempiiriga ([29]). Rahavoogude jada määrab ära selle eeldatava tulu. Komisjon arvestas ka Ciudad de la Luzi eeldatavat tulu selle nimiväärtuses. Kuid ta kalibreeris kapitali suurendamise kulu. Seda oleks pidanud tegema iga mõistlik erainvestor.

(78) Ciudad de la Luzi kavandatud 2004. aasta äriplaani põhjal on projekti sisemine tasuvuslävi 5,74 % (vt I lisa). Ciudad de la Luzi investeeriv erainvestor ei oleks tingimusel, et kapitali alternatiivkulu on vähemalt 14 % (nagu näitavad arvutused põhjenduses 73) seda investeeringut teinud, sest selle sisemine tasuvuslävi on madalam kui kapitali alternatiivkulu.

(79) Peale selle arvutas komisjon välja Ciudad de la Luzi investeeringu nüüdispuhasväärtuse, et näidata, kui palju oleks projekt erainvestorile väärt. Iga investeerimisotsuse ülesanne on leida reaalvarad, mis on väärt rohkem kui nad maksavad ehk teisisõnu investeeringud, mille eeldatav tulu on suurem kui kapitali alternatiivkulu. Kui see nii ei ole, nagu Ciudad de la Luzi puhul, siis on projekti väärtus negatiivne ja järelikult ei ole investeering ühegi mõistliku erainvestori jaoks elujõuline. Mis tahes projekti nüüdispuhasväärtus määrab, kui palju on investeering otsuse tegemise ajal väärt ning see arvutatakse, diskonteerides äriplaanis prognoositud rahavoogude jada diskontoteguriga, milleks on kapitali hind. Sisetunde alusel võib öelda, et nüüdispuhasväärtus on seda väiksem, mida suurem on kapitali hind.

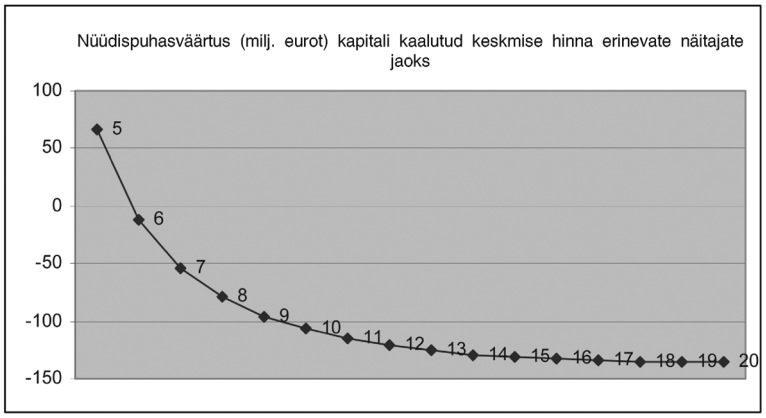
(80) Kui võtta Ciudad de la Luzi puhul aluseks kapitali alternatiivkulu 14 % ja Consultia 2004. aasta äriplaanis esitatud rahavood (mida komisjon arvestas nimiväärtuses, nagu on selgitatud põhjenduses 76), on investeeringu

([28]) Allikas: ORBISe ettevõtete aruanne.

([29]) Ecorysi sõltumatu aruanne läheb sügavamale, käsitledes ka äriplaanis esitatud eeldusi ja kritiseerib neist mitut. Näiteks rõhutatakse selles, et „selle asukoha valik ei tundu strateegiliselt ilmselge, sest sünergiat ümbritseva filmitööstusega ei ole võimalik leida. Ja Hispaanias on ka teisi piirkond sarnase geograafilise asukohaga, mis on olemasolevale filmitööstuse klastrile lähemal" (lk 30). Edasi: „Siinkohal tuleb märkida, et just stuudio ja kolledži esimestel tegevusaastatel ei ole kohapeal olemas kohapeal koolitatud ja kolledži lõpetanud ressursse. Seega oleks ettevaatlik erainvestor ilmselt eelistanud samasuguse filmistuudio rajamiseks teist asukohta" (lk 31). Seoses 2004. aasta investeeringuga rõhutatakse: „Võib kahelda selles, kas erainvestor oleks valinud alustava stuudio ehitamise piirkonda, kus stuudio ja kolledži esimestel tegevusaastatel ei ole olemas piisavalt inimressurssi" (lk 39).

nüüdispuhasväärtus ligikaudu miinus 130 miljonit eurot (vt lisa). Järelikult ei ole see investeerimisvõimalus erainvestori jaoks tasuv.

(81) Komisjon viis läbi ka stabiilsuskontrolli, mis kinnitas, et tulemus on väga usaldusväärne. Mõistlikust lävest ülevalpool ei mõjuta komisjoni arvutatud kapitali alternatiivkulu väärtus tulemust peaaegu üldse. Teisisõnu, olulised muutused näitajates, mida komisjon kalibreeris kapitali hinna arvutamisel, tulemust ei muuda. Allpool esitatud graafikus on näidatud nüüdispuhasväärtuse ligilähedased väärtused võrreldurna kapitali hinna (kapitali kaalutud keskmise hinna) eri väärtustega vahemikus 5–20 %. Graafikust on näha, et nüüdispuhasväärtus muutub negatiivseks, kui kapitali kaalutud keskmise hind on vahemikus 5–6 %. Järelikult ei võtaks erainvestor projekti ette, kui kapitali hind on üle 6 %. Veelgi enam, kui kapitali kaalutud keskmise hinna näitaja oleks üle 10 %, ei muudaks see nüüdispuhasväärtuse näitajat peaaegu üldse. Komisjon on prognoosinud kapitali kaalutud keskmiseks hinnaks ligikaudu 14 %, seega tasemel, mille puhul võib suure kindlustundega järeldada, et projekti ei ole kasumlik.



(82) Vastuses komisjoni hinnangule väitsid Hispaania ametiasutused konsultandi aruandele toetudes, ([30]) et komisjoni hinnangus on vead. Esiteks, kuigi finantsvara hindamise mudeli põhjal tehtud analüüsi peeti iseenesest õigeks lähenemisviisiks, seati konsultandi aruandes kahtluse alla komisjoni kasutatud näitajate väärtused. Täpsemalt öeldes oleks aktsia riskipreemia ja beetad pidanud olema väiksemad. Teiseks, komisjon ei oleks pidanud asjakohase võrdlusalusena kasutama üksnes Consultia IT äriplaani, vaid ka Arthur Anderseni 2000. aasta äriplaani. Kolmandaks ei kasutanud komisjon Ciudad de la Luzi projekti eeldatava kasumlikkuse hindamisel õigeid finantssuhtarve. Peale selle ei võtnud komisjon arvesse eeldatavat tulu, mis oleks tekkinud hotellide ja büroopindade väljaarendamisest.

(83) Komisjon lükkas need väited ümber. Aktsia riskipreemia kohta selgitatakse II lisas üsna põhjalikult, miks Hispaania pakutud väärtuste vahemik ei saa olla õige. Mis veelgi olulisem, riskipreemiate kohta pakutud väärtused olid hinnangulised väärtused 2009. aastaks ja mitte need, mis kehtisid 2000. ja 2004. aastal. On selge, et finantsvara hindamise mudelis kasutatavad näitajad peavad pärinema samast ajast kui äriotsus. Tegelikult pakub autor, keda Hispaania ametiasutused tsiteerivad, kõnealuse periood kohta hinnanguid, mis vastavad komisjoni hinnangule. II lisas selgitatakse ka seda, miks Hispaania ametiasutuste nõue beetasid vähendada on vale. Komisjon kasutas väärtusi avalikest uuringutest, kus olid välja arvutatud Ciudad de la Luzi lähimate konkurentide beetad. Hispaania ametiasutuste ettepaneku kasutada ajaloolisi beetasid lükkavad rahanduseksperdid ümber.

(84) Vastuseks Hispaania ametiasutuste palvele võtta arvesse 2000. aasta äriplaani, on II lisas esitatud sellekohane arvutus. Nagu on näha, oleks kapitali kaalutud keskmine hind sel juhul suurema riskipreemia ja kõrgema riskivaba määra tõttu isegi suurem kui 2004. aastal. Ka see arvutus annab tulemuseks negatiivse nüüdispuhasväärtuse. Ja lõpetuseks, Hispaania ametiasutuste esitatud väited hotellide ja büroopindade eest saadavate võimalike tulude kohta põhinesid uuel tõendusmaterjalil, nimelt kuuel maa hindamise aruandel, mis olid koostatud tagantjärele. See tõendusmaterjal ei kuulunud teabe hulka, ms oleks olnud tol ajal võimalikule investorile kättesaadav. Kuigi Anderseni aruandes nimetatakse hotellikompleksi arendamise võimalust, ei sisalda see andmeid eeldatava kasumlikkuse kohta ning puudub äriplaan maa arendamise kohta. II lisas käsitletakse sellele vaatamata põhjalikult hiljem koostatud esitatud aruandeid maa arendamise kohta. Neis on tõsiseid vigu. Näiteks on ligikaudsed hinnad, mis on kavandatud büroopindadele Ciudad de la Luzi kompleksis, Alicante kõige mainekamatel äritänavatel asuvate büroopindade hinnad. Arvestades, et Ciudad de la Luzi kompleks jääb Alicante linnast välja ning asub tööstuskompleksi kõrval, on niisugused ligikaudsed hinnad väga liialdatud. Hotellide ligikaudsete hindade

([30]) Viide LECG teisele aruandele.

aluseks on samamoodi hinnad nelja- või viietärnihotellides. Pole ühtegi viidet sellele, et väljaspool Alicantet oleks piisav nõudlus selliste hotellide järele (mis asuvad pealegi maantee ja tööstuskompleksi läheduses).

(85) Lisaks ise tehtud hindamisele tellis komisjon ka sõltumatu uuringu selle kohta, kas erainvestor oleks teinud investeeringu Ciudad de la Luzi samadel tingimustel ([31]). Ecorysi aruandes kaalutakse eri stsenaariumeid, milles hinnatakse 2000. aasta investeeringu omakapitali hinnaks 12,5–21,4 % ja täiendava 2004. aasta investeeringu omakapitali hinnaks 10,9–15,9 %. Seega on komisjoni uuringu tulemus Ecorysi arvutatud vahemikus. Samas on Ecorysi hinnangul äriplaani alusel arvutatud sisemine tasuvuslävi väga palju madalam omakapitali miinimumhinnast.

(86) Ecorysi üldine järeldus on seega, et ei ole tõenäoline, et 2000. ja 2004. aastal tehtud investeeringud vastaksid heaperemeheliku erainvestori käitumisele turumajanduse tingimustes. 2000. aasta investeerimiskava kohta leiab Ecorys, et rekonstrueeritud juhtum näitab 9,3 miljardi peseeta suurust negatiivset nüüdispuhasväärtust. Majanduslikult mõtlevale turuinvestorile oleks aktsiaturule investeerimine olnud hoopis huvitavam investeering. Seoses 2004. aasta investeeringuga leiab Ecorys, et „heaperemehelik turuinvestor oleks ilmselt otsustanud tervet CDLi projekti mitte lõpule viia, vaid oleks ehk valinud tegutsemise kuues filmipaviljonis, millesse oli juba investeeritud, või projekti lõpetanud ja kahjumiga leppinud" ([32]). Lõpetuseks leiab Ecorys, et eralaenuandja ei oleks projektile osaluslaenu või muid laene andnud, sest projekti rahavoost ei piisanud laenu teenindamise makseteks.

(87) Seega jõutakse järeldusele, et ajavahemikul 2000–2004 ja pärast seda tehtud investeeringud Ciudad de la Luzi ei vasta turumajanduse tingimustes tegutseva investori põhimõttele ning seega on nende näol tegemist ettevõtjale Ciudad de la Luz SAU antud eelisega. Kuna turumajanduse tingimustes tegutseva investori põhimõtte kriteeriumid ei ole täidetud, ei oleks turumajanduse tingimustes tegutsev investor investeerinud 2000. aastal ega oleks 2004. aasta äriplaani alusel jätkanud projekti investeerimist.

([31]) Ecorysi „Uurimus turutingimustes tegutseva erainvestori põhimõtte kohaldamisest riikliku investeeringu suhtes Ciudad de la Luzi", 19. juuli 2011.

([32]) Ecorysi aruande lk-d 30 ja 39.

(88) Selle põhjal järeldab komisjon, et majanduslik eelis on kogu investeeringu väärtus. Laenud, mis SPTCV andis Ciudad de la Luzile, olid allutatud laenud ja see tähendab, et neid kajastati bilansis millegi sellisena, mis sarnaneb omakapitalile. Nagu komisjon märkis algatamisotsuses, arvestati laenudelt intressi ühelt püsiosalt ja ühelt muutuvosalt. Püsiosa intressimäär oli väga madal ja turumajanduse tingimustes tegutsev laenuandja sellega ei nõustuks. Tavatult väikse laenu püsiosa oleks põhimõtteliselt saanud korvata piisava tulu teenimise võimalusega osaluslaenult tänu muutuvosale, mis oli seotud projekti kasumlikkusega, kuid kõnealuse projekti puhul ei saanud see nii olla (vt eespool esitatud arutluskäiku turumajanduse tingimustes tegutseva investori põhimõtte kohta). Peale selle ei sisaldanud kasumiaruande prognoos, mis Hispaania ametiasutused esitasid komisjonile 2002.–2014. aasta kohta, finantskulusid. Ja lõpetuseks, teoreetiliselt oleks laenud tulnud tagasi maksta 2015. aasta aprillis, mis jõuab kätte pärast projekti lõpetamise (ja võimalik, et selle võõrandamise) kuupäeva, mis oli kavandatud 2014. aastasse ja millega turumajanduse tingimustes tegutsev laenuandja poleks nõustunud. Oma 20. aprilli 2009. aasta vastuses algatamisotsusele selgitasid Hispaania ametiasutused, et laene tuleks majanduslikust seisukohast käsitleda kapitalisüstidena, sest laenuandja ja aktsionär on üks ja sama isik (st SPTCV).Ent kuna ühtegi laenu, mis maksti välja 2005., 2007., 2008. ja 2009. aastal ei ole (isegi osaliselt) tagasi makstud ja saaja ei ole nende laenude eest mingit intressi maksnud, tuleks neid faktiliselt käsitleda investeeringuna omakapitali. Vastavalt Hispaania ametiasutuste 2012. aasta aprillis esitatud andmetele oli see summa 2010. aasta lõpu seisuga 265 089 599 eurot ([33]).

Valivus

(89) Abi on ka valikuline, sest toetusest saadav kasu annab eelise vaid sektoris tegutsevatele ettevõtjatele ning tegelikult vaid mõnele neist.

Riigi ressursid

(90) Komisjon märgib, et Generalitat Valenciana on rahastanud investeeringut tema enda täisomanduses oleva investeerimisüksuse SPTCV kaudu ja et uuringud, millel

([33]) Nagu on kirjeldatud põhjendustes 29 ja 53. Kuna laene käsitletakse investeeringuna omakapitali, siis intressikulusid ei arvestata.

põhines riiklik investeering Ciudad de la Luzi, tehti Generalitat Valencianale. Seega võib neid eraldisi käsitleda riigi ressurssidena.

Konkurentsi moonutamine

(91) Kui riigiabi tugevdab ettevõtjate positsiooni võrreldes teiste konkureerivate ettevõtjatega, peab viimastesse suhtuma kui ettevõtjatesse, keda riigiabi kahjustab. Abi tugevdab Ciudad de la Luzi positsiooni võrreldes teiste konkureerivate ettevõtjatega, võimaldades tal siseneda filmistuudiote turule. Konkurents meetmest kasu saavate ja kasu mitte saavate ettevõtjate vahel on moonutatud. Isegi kui eeldada, et filmitootjad teistes liikmesriikides, kus on filmistuudiod, saavad toetusi, ei ole see asjakohane põhjendus konkurentsi moonutamise fakti eitamiseks. Meede ei pääse riigiabina kvalifitseerumisest lihtsalt selle tõttu, et teised liikmesriigid võisid samuti võtta oma turgu moonutavaid meetmeid. Konkurentsi moonutamisega seotud tingimuse hindamisel sellist n.ö kaalumist ei toimu.

Mõju kaubandusele

(92) Lõpetuseks leiab komisjon, et kõnealune meede kahjustab liikmesriikidevahelist kaubandust. Filmistuudiod otsivad oma rajatistele turgu rahvusvaheliselt. Filmitootjad peavad mitmes eri liikmesriigis asuvate filmistuudiotega pidevalt läbirääkimisi hindade ja tingimuste üle. Komisjon on kiitnud heaks abikavasid Hispaanias ja teistes liikmesriikides, millega toetatakse audiovisuaalsete teoste tootmist ning seega julgustatakse kaudselt kasutama oma riigi tehnilisi rajatisi, sealhulgas filmistuudioid. Ent 2001. aasta kinoteatise neljanda kriteeriumiga välistatakse abi andmine teatud tootmistegevuseks, sh filmistuudiote kasutamiseks.

Kokkuvõte

(93) Eelnevale toetudes leiab komisjon, et projekt annab Ciudad de la Luzile valikulise majandusliku eelise. Projekti rahastatakse riiklikult, see moonutab konkurentsi ja mõjutab liikmesriikidevahelist kaubandust. Seega peab komisjon kõnealust meedet riigiabiks Euroopa Liidu toimimise lepingu artikli 107 lõike 1 tähenduses.

Kokkusobivus

(94) Kõigepealt peab komisjon tagama, et abi ei ole vastuolus ELi toimimise lepingu sätetega muudes valdkondades peale riigiabi. Selle juhtumi puhul ei mõjuta komisjoni hinnang muid järeldusi, mis on seotud kokkusobivusega ELi riigihankeid käsitlevate õigusaktidega. Abi ei sisalda muid elemente, mis võiksid tekitada probleeme seoses abi üldise seaduslikkuse põhimõttega.

(95) Nagu on viidatud algatamisotsuses, on Hispaania ametiasutused täiendava argumendina väitnud, et juhul kui komisjon leiab, et kõnealuste meetmete näol on tegemist riigiabiga, oleksid sellised meetmed regionaalabina ja kultuuri edendamisele suunatud abina kokkusobivad artikli 107 lõikega 3.

Regionaalabi

(96) Regionaalabi Ciudad de la Luzi ehitamiseks võib olla põhjendatud sel põhjusel, et investeering tehakse abi saavasse piirkonda. Hispaania ametiasutused on väitnud, et esialgse investeerimisotsuse ajal ajavahemikul 2000–2006 kehtinud regionaalabi eeskirjade alusel oli abi lubatud osatähtsus 36 %.

(97) Kuna tegemist on teatamata jäetud abiga, siis kehtivad regionaalabi suunised aastateks 2000–2006 ([34]). Suuniste punktis 4.2 on sätestatud: „Abi saanud tootliku investeeringu elujõulisuse ja kindluse tagamiseks peab abisaaja osa finantseerimises olema vähemalt 25 %". Suuniste allmärkuses 20 täpsustakse, et see minimaalne 25 % osafinantseerimine ei tohi sisaldada abi. Kuigi 25 % jaoks esialgses 600 000 euro suuruses aktsiakapitalis oli olemas erainvestor, oli see erainvestor saadava tasu eest projekti juhtiv ettevõte ja ta ei teinud projekti ühtegi täiendavat investeeringut, mis oleks võrreldavad riiklike investeeringutega projekti. Seega ei saa seda esimest investeeringut käsitleda eraldi riiklikust investeeringut, sest tegemist ei ole eraldiseisva investeeringuga. Veelgi enam, erainvestori ostis 2004. aasta juulis välja SPTCV, selleks ajaks oli vähenenud tema osalus 0,2 %ni.

(98) Hispaania ametiasutused on väitnud, et SPTCV tehtud 25 % investeeringut ennast saaks käsitleda saaja osalusena. Komisjon on seisukohal, et sellise lähenemisviisiga, kus 25 % investeeringust katab avaliku sektori asutus, kes ei käitu nagu erainvestor (vt V jao alamjagu „Majanduslik eelis"), ja ka ülejäänud 75 % investeeringust tehakse riigi ressurssidest, ei saa tagada, et abi saav tootlik investeering on elujõuline ja tasuv.

([34]) EÜT C 74, 10.3.1998, lk 9.

(99) Kuna investeeringut Ciudad de la Luzi on täielikult rahastatud SPTCV riiklikest vahenditest, ei ole see tingimus täidetud.

Valdkondlik abi audiovisuaalsektorile

(100) Teatud olukordades on komisjon kiitnud heaks abi audiovisuaalsektorile artikli 107 lõike 3 punkti c alusel, võttes arvesse ELi toimimise lepingu artikli 167 kultuurialaseid eesmärke. Kultuuri käsitlevat erandit saab kasutada koos teiste kokkusobivuse õiguslike alustega, nagu abi teatud majandustegevusele vastavalt ELi toimimise lepingu artikli 107 lõike 3 punktile c ([35]). Kuigi Hispaania ametiasutused ei ole selleks ettepanekut teinud, käsitletakse järgnevalt seda õiguslikku alust teiste poolte märkuste valguses.

(101) Vastavalt ELi toimimise lepingu artikli 107 lõike 3 punktile c viiakse kolmeastmelise kaalumise nõude alusel läbi hindamine, et võrrelda kõnealuse meetme kasu ja negatiivset mõju.

(102) Kaalumist kohaldades hindab komisjon järgmisi küsimusi.

a) Kas abimeetme eesmärk on täpselt määratletud ühist huvi pakkuv eesmärk (kas kavandatud abi võimaldab turutõrgete kõrvaldamist või muu eesmärgi saavutamist)?

b) Kas abi on kavandatud nii, et sellega on võimalik saavutada ühishuvist kantud eesmärki? Eriti:

i) kas abimeede on sobiv vahend, ehk kas on olemas teisi, asjakohasemaid vahendeid?

ii) kas abil on ergutav mõju, st kas abi muudab ettevõtjate käitumist?

iii) kas abimeede on proportsionaalne, st kas sama muutus käitumises oleks saavutatav väiksema abi korral?

c) Kas konkurentsimoonutused ja mõju kaubandusele on piiratud, st kas kogumõju on positiivne?

Meetme eesmärk

(103) Turutõrge esineb siis, kui turu tulem ei anna suurimat võimalikku sotsiaalset heaolu. Ebatõhus turu tulem võib tekkida nn avalike hüvede või ühiskondlikult soovitavate hüviste korral ([36]). Sellised hüved tekitavad positiivset välismõju, mille korral sotsiaalne kasu ületab eraettevõtja kasu. Selle tulemusel on pakutud kogus optimaalsest väiksem, mis võib omakorda õigustada riigi sekkumist (ja võib-olla ka riiklikke toetusi).

(104) ELis on olemas väga konkurentsitihe kaubandusturg, kus tegutseb rida suuri filmistuudioid. Peale selle pakuvad suurfilmide tootmisel Euroopa filmistuudiotele olulist konkurentsi stuudiod väljaspool ELi. Seega ei kinnita esmapilgul usutavad tõendid turutõrget ebapiisava pakkumise ja suurte sisenemiskulude alusel. Oma vastuses algatamisotsusele väidavad Hispaania filmitegijad, et Hispaania turul ei olnud enne Ciudad de la Luzi ehitamist samalaadseid kvaliteetseid teenuseid. Valencia filmitegijad on eriti rõhutanud, et kohaliku filmistuudio kasutamise võimalus aitaks neil vähendada tootmiskulusid (väiksemad transpordikulud, muude filmi toomiseks vajalike teenuste lähedus jne).

(105) Paraku ei piisa tõsiasjast, et kodumaistele filmitootjatele oleks Ciudad de la Luz kasulik, selleks, et tegemist oleks turutõrkega eespool esitatud määratluse järgi. Esiteks oleks põhjendus, et Ciudad de la Luz võimaldab Hispaania kohaliku filmitootmisega seotud turutõrke kõrvaldamist, vastuolus Hispaania ametiasutuste väljendatud eesmärgiga. Consultia 2004. aasta aruandes käsitletakse kaudsete konkurentidena üksnes kohalikke stuudiod, kuna Ciudad de la Luz oleks suunatud hoopis suurtele filmitootjatele.

([35]) Vt eriti NN 84/2004, 22. märts 2006 – Prantsusmaa – Régimes d'aide au cinéma et à l'audiovisuel. Selle juhtumi korral kiitis komisjon ELi toimimise lepingu artikli 107 lõike 3 punktide c ja/või d alusel tagant järele heaks abimeetmed just filmide levitamise, kinode rajamise, sisustamise või ajakohastamise, videomuusika või videote levitamise, teadus- ja arendustegevuse ja järeltootmise tehnoloogiate väljatöötamise toetamiseks. Vt ka N 192/2008, 11. aprill 2008 – Hispaania – baskikeelsete filmide dubleerimise ja subtitreerimise toetamine.

([36]) Avalike hüvedega on tegemist juhul, kui ei ole võimalik pakkuda ühele isikule kaupa või teenust teisi välistamata või kui tarbimisel puudub konkurents (näiteks tänavavalgustus, teed). Avalikud hüved või ühiskondlikult soovitavad hüvised on kaubad ja teenused, mida inimesed valitsuse arvates alatarbivad ning mida tuleks seega toetada või tasuta anda (näiteks haridus, avalikud raamatukogud).

(106) Teiseks, et tõestada turutõrget seoses Hispaania filmitootjatega, tuleks hinnata, kas sellisest stuudiost nagu Ciudad de la Luz saadav sotsiaalne kasu on suurem kui selle hind. Muude elementide seas tuleks selleks kaaluda, kas olemasolevatest rajatistest ei piisa, st kas Hispaania filmitegijad ei saaks kasutada olemasolevaid filmistuudiod Hispaanias (nagu Video Planning, Cartuja Producciones ja Loasur Audiovisual Andaluusias, Media Park Kataloonias, Platós Valencia Valencias ning Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Estudios Los Ángeles ja Flash Estudio Madridis) või teistes liikmesriikides. Kuigi Hispaania filmitootjad tõid välja teatud Ciudad de la Luzist saadavad (kvantifitseerimata) kulueelised, ei põhjendanud nad seda, et sellised kohalikud stuudiod oleks kodumaisele filmitootmisele olulised.

Hästi kavandatud abi

(107) Peale selle, kuna puudub täpselt määratletud turutõrge, mida meetmega kõrvaldatakse, ei saa abi pidada kohaseks ja proportsionaalseks turutõrke kõrvaldamiseks. Kui filmistuudio eesmärk oli toetada kohalikku filmitootmist, oleks tehtud investeeringut pidanud muu hulgas võrdlema teiste meetmetega, millega oleks saavutatud filmitootjate seisukohalt võrreldavad kasutegurid. Hispaania ametiasutused ei ole sellist võrdlust esitanud.

Konkurentsi ja kaubanduse moonutamine

(108) Kaalumise nõue näeb lisaks ette negatiivse mõju hindamist *konkurentsi ja kaubanduse moonutamise* mõistes. Arvestades seda, et tootmine on vähenenud märgatavalt allapoole esialgseid ootusi ning Ciudad de la Luz on meelitanud ligi valdavalt kohalikke filmitootjaid, võiks arvata, et selle stuudiote moonutav mõju on seni olnud piiratud. Paraku ei ole Ciudad de la Luzis tehtud filmide arv hea näitaja tema võimaliku moonutava mõju kohta. Ciudad de la Luzi sisenemine Euroopa filmistuudiote turule on suurendanud stuudiote koguvõimsust. Lihtne majanduslik arutluskäik näitab, et selline pakkumise suurenemine tekitab üldise hindade alandamise hoolimata filmide hulgast, mida Ciudad de la Luz suudab ligi meelitada. Kuna see mõjutaks üldist turuhinda, ei saa sellist hindade alandamist jälgida, võrreldes Ciudad de la Luzi hinnakujundust tema konkurentide omaga. Peale selle võib Ciudad de la Luzi ehitamine julgustada teisi liikmesriike tegema samasuguseid investeeringuid. Ja lõpetuseks, Ciudad de la Luzi nüüdisaegseid rajatisi arvestades võib tema positsioon turul tulevikus muutuda.

(109) Eespool esitatule tuginedes ei saa meedet pidada kokkusobivaks artikli 107 lõike 3 punkti c alusel, sest see ei võimalda kõrvaldada sektori turutõrget ning konkurentsi ja kaubandust kahjustavaid riske.

Kultuurile antav abi – investeering filmistuudio ehitusse

(110) Hispaania ametiasutused ei ole esitanud ühtegi põhjendust komisjoni algatamisotsuses esitatud arvamuse muutmiseks, kus öeldi, et komisjon „leiab, et ei ole ühtegi elementi, mis näitaks et [kultuuri käsitlevat] erandit saaks kohaldada riigiabile, millest rahastatakse uue suure filmistuudio kompleksi ehitus- ja tegevuskulusid.” Algatamisotsuses jäeti kõrvale võimalus käsitleda stuudioid kultuuritaristuna, sest stuudiod on väga spetsiifilised ja neid kasutab ainult audiovisuaalsektor (filmide, telesaadete ja reklaamide tegemiseks).

(111) Selleks et ELi toimimise lepingu artikli 107 lõike 3 punktis d sätestatud kultuuri käsitlevat erandit saaks kohaldada rahastamisele, mida ei käsitleta kinoteatises, oleks abi pidanud olema mitte ainult vajalik, proportsionaalne ja piisav (nagu on viidatud eespool artikli 107 lõike 3 punkti c kohta antud hinnangus), vaid suunatud ka kultuuriga seotud eesmärgi täitmisele. Kuna on jõutud järeldusele, et need kriteeriumid ei vasta artikli 107 lõike 3 punktile c, kehtib sama ka seoses artikli 107 lõike 3 punktiga d.

Kultuurile antav abi – soodustused filmitootjatele

(112) Komisjon kiitis 2008. aasta detsembris heaks filmidega seotud soodustused, mida Valencia autonoomne piirkond pakkus kinoteatise alusel ([37]). Enne seda ei saa ühtegi soodustust, mis Valencia autonoomse piirkonna valitsus andis seoses filmimisega Ciudad de la Luzis, pidada kokkusobivaks juhul, kui Ciudad de la Luzis filmimine oli abi saamise tingimus (see on vastuolus kinoteatise neljanda kriteeriumiga, mis välistab abi andmise mingiks konkreetseks filmi tootmisega seotud tegevuseks).

([37]) 2001. aasta kinoteatises on sätestatud kriteeriumid, mille alusel võib artikli 107 lõike 3 punktis d sätestatud kultuuri käsitlevat erandit kohaldada abikavadele, mis toetavad audiovisuaalsete teoste tootmist.

(113) Ja lõpetuseks, käesoleva otsuse raames ei ole vaja täpsemalt uurida, kas abi anti filmitootjatele.

VI. **KOKKUVÕTE**

(114) Komisjon leiab, et Hispaania on andnud Ciudad de la Luz SA-le riigiabi, rikkudes Euroopa Liidu toimimise lepingu artikli 108 lõiget 3. Valencia autonoomse piirkonna tehtud investeeringut Ciudad de la Luzi ei oleks erainvestor samadel tingimustel teinud. Selle tulemusel peab komisjon kogu riiklikku investeeringut projekti ebaseaduslikuks abiks.

(115) Seega on abi summa kuni 2010. aasta detsembrini kokku 265 089 599 eurot, mis sisaldab otsest riiklikku investeeringut Ciudad de la Luz SA-sse ja mis tahes soodustusi, mida anti filmitootjatele tingimusel, et filmimine toimub Ciudad de la Luzis.

(116) Kooskõlas Euroopa Liidu toimimise lepingu ja Euroopa Kohtu väljakujunenud kohtupraktikaga on komisjon pädev otsustama, et asjaomane riik peab abi andmise lõpetama või seda abi muutma, ([38]) kui ta on leidnud, et abi on siseturuga kokkusobimatu. Samuti on kohus järjepidevalt otsustanud, et riigi kohustuse lõpetada sellise abi andmine või seda abi muuta, mida komisjon ei pea siseturuga kokkusobivaks, eesmärk on taastada eelnenud olukord ([39]). Selles kontekstis on kohus kehtestanud, et see eesmärk saavutatakse, kui saaja on maksnud tagasi ebaseadusliku abina antud summad, minetades nii eelise, mille ta oli saanud oma konkurentide üle turul ja abi väljamaksmisele eelnenud olukord on taastatud ([40]).

(117) Kooskõlas selle kohtupraktikaga sätestatakse nõukogu määruse (EÜ) nr 659/1999 ([41]) artiklis 14, et „kui ebaseadusliku abi korral tehakse negatiivne otsus, nõuab komisjon, et kõnealune liikmesriik peab võtma kõik vajalikud meetmed, et abisaajalt abi tagasi saada”,

ON VASTU VÕTNUD KÄESOLEVA OTSUSE:

Artikkel 1

1. Algne aktsiakapital ja järgnevad aktsiakapitali suurendamised summas 94 459 719 eurot, Ciudad de la Luzile eraldatud maa väärtuses 9 800 040 eurot, osaluslaenud summas 115 miljonit eurot, alates 2008. aastast emiteeritud aktsiateks vahetatavad võlakirjad kogusummas 45 829 840 eurot, mis Ciudad de la Luz SA andis Hispaaniale ebaseaduslikult enne 31. detsembrit 2010, ning igasugused soodustused, mis tehti filmitootjatele tingimusel, et filmimine toimub Ciudad de la Luzis, rikkudes aluslepingu artikli 108 lõiget 3, on siseturuga kokkusobimatu riigiabi.

Artikkel 2

1. Hispaania nõuab artikli 1 alusel antud kokkusobimatu riigiabi abi saajalt tagasi.

2. Tagasinõutavatele summadele kohaldatakse intressi alates kuupäevast, mil need anti abi saaja käsutusse, kuni nende tegeliku tagastamiseni.

3. Intress arvutatakse liitintressina kooskõlas määruse (EÜ) nr 794/2004 ([42]) V peatükiga.

4. Hispaania tühistab kõik tasumata abi maksed, millele viidatakse artiklis 1, alates käesoleva otsuse vastuvõtmise kuupäevast.

Artikkel 3

1. Artiklis 1 viidatud abi tagastamine toimub kohe ja tõhusalt.

2. Hispaania tagab käesoleva otsuse täitmise nelja kuu jooksul alates sellest teavitamise kuupäevast.

Artikkel 4

1. Kahe kuu jooksul pärast käesolevast otsusest teavitamist esitab Hispaania järgmise teabe:

a) kogusumma (põhiosa ja intress), mis nõutakse abi saajalt tagasi;

b) käesoleva otsuse täitmiseks juba võetud ja kavandatud meetmete üksikasjalik kirjeldus;

c) dokumendid, mis kinnitavad, et abi saajale on antud korraldus abi tagasi maksta.

2. Hispaania teavitab komisjoni käesoleva otsuse täitmiseks võetud riiklike meetmete käigust seni, kuni artiklis 1 viidatud abi on tagastatud. Komisjoni nõudmisel esitab ta viivitamata teabe käesoleva otsuse täitmiseks juba võetud ja kavandatud meetmete kohta. Samuti esitab Hispaania üksikasjalikud andmed abi saaja poolt juba tagastatud abi summade ja intresside kohta.

([38]) Kohtuasi C-70/72, komisjon *vs.* Saksamaa, punkt 13.
([39]) Liidetud kohtuasjad C-278/92, C-279/92 ja C-280/92, Hispaania *vs.* Komisjon, punkt 75.
([40]) Kohtuasi C-75/97, Belgia *vs.* komisjon, punktid 64–65.
([41]) EÜT L 83, 27.3.1999, lk 1.
([42]) ELT L 125, 28.4.2004, lk 4.

Artikkel 5

Käesolev otsus on adresseeritud Hispaania Kuningriigile.

Brüssel, 8. mai 2012

Komisjoni nimel
asepresident
Joaquín ALMUNIA

LISA A

Teave saadud, tagastatava ja juba tagastatud abi summade kohta

Abi saaja nimi	Kava alusel saadud abi kogusumma (*)	Tagastatava abi kogusumma (*) (põhiosa)	Juba tagastatud abi kogusumma (*)	
			Põhiosa	Intressid

(*) Riigi vääringus miljonites.

I LISA

Ciudad de la Luz (CDL) – kapitali kohase hinna arvutamise viis kapitalimahutuste eelarvestamise otsustes – juuli 2009

Eesmärk

Käesoleva aruande eesmärk on teha kindlaks, kas investeeringut projekti, millega loodi ettevõte Ciudad De la Luz (CDL), saab kvalifitseerida riigiabina. Turutingimustes tegutseva erainvestori põhimõtte kohaselt käsitletakse tehtud investeeringut riigiabina, kui riigi eeldatav hüvitis on väiksem sellest, mida erainvestor oleks selle konkreetse projekti tingimuste alusel nõudnud.

Erakapitaliinvestor [1] oleks olnud valmis investeerima CDLi projekti, kui eeldatav sisemine tasuvuslävi [2] oleks olnud kõrgem või võrdne omakapitali alternatiivkuluga [3] (st tuluga, mida ta oleks saanud samaväärsest projektist).

Järgnevas analüüsis kalibreerime finantsvara hindamise mudelit, et leida omakapitali hind. See on asjakohane meetod, mis määrab, kas erainvestor oleks CDLi projekti investeerinud.

Seejärel võrreldakse saadud näitajate vahemikku CDLi konkurentide representatiivse valimi tegelike tulemustega. See on lähenemisviis, millest lähtus LECG oma esildises, nimelt kasutada selliste projektide puhul tegelikke tulemusi kapitali alternatiivikulu võrdlusaluse määramiseks. Nagu allpool on näidatud, ei ole LECG valitud tegelike tulemuste meetod võrdlusaluse määramisel õige. Ja mis veelgi olulisem: mis tahes tegelike tulemuste arvnäitaja on eelneva nõutava tulu mõistes mitteadekvaatne asendaja.

Oleme seisukohal, et selle projekti puhul peaks kapitali alternatiivkulu olema ligikaudu 14,91 %. Seega nõuaks erainvestor suuremat sisemist tasuvusläve kui 14,91 %. Vastavalt CDLi 2004. aastal esitatud äriplaanile (milles on toodud kõige viimased finantsandmed, millel see projekt põhineb) oli CDLi investeeringu sisemine tasuvuslävi 5,74 % [4].

Järelikult ei oleks erainvestor CDLi projekti investeerinud, sest selle sisemine tasuvuslävi oli väiksem kui kapitali alternatiivkulu.

Omakapitali hind [5]

Omakapitali hind on väikseim nõutav tasuvusnorm, mida CDL peab oma aktsionäridele pakkuma, et hüvitada neile:

— raha ajaväärtus;

— CDLi investeerimisega kaasnevad riskid.

Oluline on rõhutada, et asjaomane tasuvusnorm on eeldatav tasuvus tulevikus, mitte ajalooline tasuvus. Omakapitali hind näitab investeeringu alternatiivkulu aktsionäridele ettevõtetes või projektides, mille tegevusvaldkond on sama (või sarnane), ja finantsriski, mis sarnaneb kõnealuse juhtumiga.

Järgnevalt kohaldame laialt levinud omakapitali hinna hindamise meetodit, milleks on finantsvara hindamise mudel.

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

Valemis:

— K_e on omakapitali hind väljendatuna protsentides,

— R_f on riskivaba määr väljendatuna protsentides,

— $(R_m - R_f)$ on turu riskipreemia väljendatuna protsentides,

— ß on beeta, mis näitab süstemaatilist (hajutamatut) riski, mis on seotud CDLi aktsiakapitaliga ja väljendab nii äri- kui ka finantsriski.

[1] Võla puudumisel.
[2] Üldjuhul vastab sisemine tasuvuslävi diskontomäärale, mis muudab investeeringu nüüdispuhasväärtuse võrdseks nulliga.
[3] Brealey ja Myers, 2000, „Principles of Corporate Finance", 6. väljaanne (5. peatükk, lk 100).
[4] Selle võrdlusaluse kasutamist ei tohiks tõlgendada selle näitaja õigeks pidamisena. Rahavoogude prognoose on täpselt määratleda raske, seega on 5,74 % ilmselt heal juhul ülempiir.
[5] Lisas on esitatud üldine kapitali kaalutud keskmise hinna (WACC) määratlus, mis sisaldab nii omakapitali kui ka võlga.

Turutavas soovitatakse võtta riskivabaks määraks pikaajaliste (tavaliselt kümneaastaste) riigivõlakirjade intressimäär tegevusriigis.

Turu riskipreemiaks tuleks võtta ajalooline turu riskipreemia mõistlikult pikal ajavahemikul. Üldlevinud turutava on võtta aluseks erinevus tegevusriigi hajutatud aktsiaindeksi ajaloolise tootluse ja riskivaba määra vahel.

Kohaldamine Ciudad de la Luzi suhtes

Hispaanias oli 2004. aastal keskmine aastatulu 10aastastelt riigivõlakirjadelt 4,1 % ([1]).

R_f = 4,1 %

Fernándezi andmetel (2004) ([2]) oli Hispaanias riigivõlakirjade ajalooline turu riskipreemia (ajavahemikul 1991–2003, mis vastab ligilähedaselt meie investeeringule eelnenud perioodile) vahemikus 6,8–9,3 % (vahe tuleneb keskmise arvutamise meetodist – aritmeetiline *vs.* geomeetriline). Turu riskipreemia hindamisel lähtume selle vahemiku madalamat piirist.

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

Ja lõpetuseks, beeta arvutamiseks kasutame avalikult kättesaadavat teavet ettevõtete kohta, keda Hispaania ametiasutused on määratlenud CDLi otseste konkurentidena.

KBC Securities esitas 2001. aastal aruande, mis sisaldas vajalikku teavet **Carrere Groupi** tehtud 10aastase investeeringu nüüdispuhasväärtuse arvutamiseks. Tasub tähele panna, et nii aeg kui ka investeeringu tähtaeg langevad üldjoontes kõnealuse juhtumiga kokku. KBC aruandes oli kasutatud diskontomäärana 12 % ja esitatud beeta oli 1,8. Arvestades, et **Carrere** finantsriski profiil erineb CDLi omast (Carrere kapitali struktuur sisaldab võlga), peame seda beetat korrigeerima ja arvutama võimendamata beeta, et eraldada äririski profiil. Võimendamata beeta leidmise valem on:

$\text{Beeta}_{\text{võimendamata}} = \text{Beeta}_{\text{võimendatud}}/[1 + (1 - T)\ D/E]$

kus T on kohaldatav maksumäär. Maksumäär Prantsusmaal, kus Carrere asub, on ligikaudu 33 % ning andmed oma- ja laenukapitali suhte kohta on esitatud algses KBC aruandes. Aktsiate emiteerimise ajal oli oma- ja laenukapitali suhe 10 %. Selle väärtuse suurust on kinnitatud Bloombergi andmetega.

Neid näitajate väärtusi kasutades saame võimendamata beeta väärtuseks:

$\text{Beeta}_{\text{võimendamata}}$ = 1,68.

Saksamaal tegi 2008. aastal Der Spezialist fur Finanzaktien samasuguse hindamise **Studio Babelsbergi** kohta, mis on veel üks ettevõte, kelle Hispaania ametiasutused on määratlenud CDLi otsese konkurendina. Selles aruandes oli omakapitali hind 12 % ja beeta 1,5. Aruande avaldamise ajal ei olnud **Studio Babelsbergil** ühtegi võlga ja see tähendab, et tema kapitali struktuur oli samasugune kui CDLi oma, seega pole antud juhul beetat korrigeerida vaja.

Need otsesed tõendid, mis saadi üksikasjalikest aruannetest kahe otsese konkurendi kohta näitavad, et CDLi suhtes kohaldatav beeta on (vähemalt) vahemikus 1,5–1,68. Peale selle kaasneb investeeringuga CDLi tõenäoliselt suurem iseloomuliku riski tase põhjustel, mida komisjon on juba selgitanud. Teisisõnu, CDLi beeta on ilmselt suurem kui tema konkurentide oma.

Järgnevalt võtame nende kahe näitaja aritmeetilise keskmise ja omistame selle CDLile (vaatamata asjaolule, et CDLiga kaasnev iseloomulik risk on ilmselt suurem). Siinkohal tuleb märkida, et need kaks näitajat esitasid finantsanalüütikud, kes tegid Carrere ja Studio Babelsbergi süvaanalüüsi.

Erainvestori jaoks oleks eeldatava omakapitali tasuvuse alampiir seega:

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

Selle numbri leidmine on kasulik, sest see näitab, et kapitali kaalutud keskmise hinna, mis oleks oluliselt väiksem kui **14,91 %**, võib pikemalt mõtlemata kõrvale jätta.

Puudused LECG metoodikas

LECG uuringus tehtud arvutlus, mis andis tulemuseks diskontoteguri 5,15 %, on metodoloogiliselt vigane. LECG väitis, et kapitali kaalutud keskmise hinna õige asendaja on ühe või siis kahe konkurendi (Pinewood ja Babelsberg) omakapitali tootlus (ROA).

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

Esiteks ei tohiks sellist raamatupidamislikku tulu nagu ROA pidada üldiselt õigeks investori eeldatava keskmise tulu mõõtühikuks vähemalt kolmel põhjusel ([1]). Raamatupidamislik tulu arvutatakse aasta kohta, kuid mõistlik investor võtaks arvesse tulu projekti kogu eluea jooksul. Teiseks, raamatupidamislik teave on ajalooline teave ettevõtte kohta ja seetõttu saab seda kohandada pigem ettevõtte tulemuste tagantjärgi hindamiseks kui investeeringutelt saadava eeldatava tootluse eelnevaks hindamiseks. Ja lõpetuseks, tegelikult ei ole investorid huvitatud raamatupidamislikust tulust, vaid rahalisest tulust, st oma investeeringult saadavatest rahavoogudest.

Peale selle oleks LECG pidanud võrdlema kapitali kaalutud keskmise hinna arvnäitajat investeeritud kapitali tootluse (ROCE), mitte omakapitali tootlusega. Kapitali kaalutud keskmise hinna näitaja osutab kogukapitalile, st oma- ja võlakapitalile. Ent tavapärase bilansi kohustuste poolelt leiame mitte ainult omakapitali ja võlakohustused, vaid ka lühiajalised kohustused, näiteks võlad tarnijatele. Seega võrduvad koguvarad kogukapitaliga või on sellest suuremad ja kõnealuse tulu puhul on omakapitali tootlus kas väiksem kui investeeritud kapitali tootlus või sellega võrdne ([2]). Seega tuleks kapitali kaalutud keskmise hinnaga võrrelda investeeritud kapitali, mitte omakapitali tootlusega. Projekti väärtus saab olla positiivne siis ja ainult siis, kui tegelik investeeritud kapitali tootlus on kapitali kaalutud keskmise hinnaga võrdne või sellest suurem.

Konkurentide andmed

Enne turuandmete käsitlemist rõhutame veel kord, et asjakohane võrdlusalus on omakapitali eeldatav hind. Tegelikult saadud tulud on vaid eelnevate ootuste mitteadekvaatne asendaja, sest tegelikult saadud tulud ei pruugi olla eelnevate nõutud tuludega võrdsed. Kui investoreid huvitab tööstusharu ajalooline tootlus, peaks nad uurima investeeritud kapitali tootlust, tegelikku tulu, mis on suhteliselt neutraalne eri ettevõtete kapitali struktuuri mõttes, sest see hõlmab nii võla- kui ka omakapitali. Kui võimenduse tase ettevõttes tõuseb, suureneb investeeritud kapitali tootlusega võrreldes aktsionäride jaoks ka omakapitali tootlus.

Järgnevalt analüüsime konkurentide representatiivse rühma investeeritud kapitali tootluse andmeid, mis pärinevad eri allikatest, ja täheldame, et tulemused ei lahkne meie kalibreerimise teel saadutest.

1. *AMADEUSi andmed*

AMADEUS on väga ulatuslik üle-euroopaline andmebaas, mis sisaldab finantsandmeid rohkem kui 11 miljoni riigi- ja eraettevõtte kohta 41 Euroopa riigis ja mida haldab Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing. BvD on juhtiv üksikettevõtete bilansiandmetega varustaja maailmas, kõige rohkem on neil andmeid Euroopa kohta.

Mediaan on arv, mis eraldab valimi suurema poole väiksemast poolest. Kui vaadeldavad väärtused panna kas tõusvasse või langevasse järjestusse, on mediaan keskel olev väärtus.

Aritmeetiline keskmine on kõikide leitud väärtuste summa, mis on jagatud väärtuste arvuga.

Paljude jaotuste puhul langevad mediaan ja keskmine kokku. Empiiriliselt võivad need kaks väärtust olulisel määral erineda, kui valimi suurele suurusele vaatamata on saadud jaotus asümmeetriline (näiteks kui see sisaldab mitut erindit ehk ekstreemset väärtust).

Allpool esitatud andmeid iseloomustavad keskmise väärtused, mis on mediaanist suuremad (positiivne asümmeetria). Kuna erindid mõjutavad keskmist, keskendume selle asemel mediaanile. Arvestada tuleks sellega, et sellise valiku tulemusel saadakse valimi keskmise kasutamisega võrreldes väiksem tootlus.

Võrdlusrühma analüüs

Kui võtta aluseks väga lai valim, mis hõlmab kõiki NACE koodi 921 tegevusalasid (kino- ja videofilmidealane tegevus), saame tulemuseks üle 11 000 näitaja ajavahemiku 1994–2008 kohta.

	Mediaan
Investeeritud kapitali tootlus (ROCE)	13,56 %

([1]) Hans W. Friederiszick ja Michael Troge, konkurentsi peadirektoraat, peaökonomisti meeskond, „Applying the MEIP to State Owned Companies – Lessons learned from the German Landesbanken Cases", Competition Policy Newsletter, nr 1, kevad 2006.

([2]) See segadus on kerge tekkima, sest finantsjuhtimise aluseid käsitlevas kirjanduses lähtub osa autoreid lihtsustatud bilansist, arvestades ainult omakapitali ja pikaajalisi võlakohustusi, mitte lühiajalisi kohustusi. Sel juhul on ROA tõesti ROCEga võrdne. Aga tegelikkuses see tavaliselt nii ei ole.

Pinewood-Shepperton, Carrere Group ja Barrandov Studio kuuluvad kitsama neljanumbrilise NACE koodi 9211 alla (kino- ja videofilmide tootmine). Peale NACE klassifikaatori annab AMADEUS võrdlusrühma täpsema määratluse, liigitades sama NACE koodi alla kuuluvad ettevõtted nende suuruse järgi. Pinewood-Shepperton, Carrere Group ja Barrandov Studio kuuluvad NACE koodi 9211 väga suurte ettevõtete rühma („väga suur" ei ole absoluutne väärtus vaid võrdluses teiste ettevõtetega, mis kuuluvad NACE koodi 9211 alla). Selle 45 ettevõttest koosneva võrdlusrühma mediaan [1] oli ajavahemikul 2000–2006, juhul kui andmed olid kättesaadavad, järgmine:

	Mediaan
ROCE	10,1 %

Studio Babelsberg on AMADEUSis kantud sama NACE koodi alla kui eelmised kolm ettevõtet, kuid seda käsitletakse üksnes suure ettevõttena. Suurte ettevõtete võrdlusrühma kuulub NACE koodis 9211 133 ettevõtet. Rühma mediaan samal ajavahemikul (2000–2006) on:

	Mediaan
ROCE	10,1 %

Cinecitta Studios on kantud NACE koodi „reklaamimine" alla, mis tähendab, et võrdlusrühm ei sobi võrdlemiseks. Ka CDL on määratud võrdlusrühma, mille NACE kood on 7413 (turu-uuringud ja avaliku arvamuse küsitlused), mis ei ole meie arvates hindamisel asjakohane.

2. *ORBISe andmed* [2]

Selleks et saada andmeid ettevõtete kohta, mida nimetati Hispaania ametiasutuste esildises, pidime pöörduma ORBISe poole. ORBIS sisaldas andmeid järgmiste ettevõtete kohta:

— Pinewood Shepperton

— Studio Babelsberg

— Carrere Group

— Cinecitta

— Ealing Studios

— Barrandov

— Prime Focus

— Ray Corp

— EUROPACORP

Nende ettevõtete mediaan ajavahemikul (2002–2007) on:

	Mediaan
ROCE	10,82 %

Kuna see ettevõtete rühm koosneb selgelt määratletud konkurentidest, puudub sellise erindi kaasamise risk, kes ei tegutse tegelikult CDLiga samas segmendis (nagu võib juhtuda võrdlusrühmade puhul, mis on moodustatud AMADEUSis). Seepärast esitame ka selle rühma keskmise ajavahemikul 2000–2007.

	Keskmine
ROCE	12,26 %

[1] Nagu eespool on märgitud, on selle rühma mediaan väiksem kui aritmeetiline keskmine. Selle võrdlusrühma analüüsimiseks pakub AMADEUS investeeritud kapitali tootluse aasta mediaani, mis kehtib kogu võrdlusrühma kohta. Perioodi koondnäitaja (tekstis esitatud näitaja) saamiseks arvutasime „aastaste mediaanide" mediaani.

[2] ORBIS on suur andmebaas, mis sisaldab teavet rohkem kui 500 miljoni ettevõtte kohta üle maailma (Bureau van Dijk Electronic Publishing).

Kokkuvõte

CDLi tehtud investeeringu kapitali kalibreeritud alternatiivkulu on 14,91 %. Kui võtta CDLi kavandatud 2004. aasta äriplaani ja LECG analüüsi sellisel kujul nagu need esitati, on projekti sisemine tasuvuslävi 5,74 %. Kuid rõhutame, et 2004. aasta äriplaanis prognoositud rahavood tunduvad olevat õigustamatult optimistlikud, eriti kui arvestada tegelikke kahjumeid, mida ettevõte kandis ajavahemikul 2002–2004 [1]. Meie käsutuses olnud teabele tuginedes võib seega väita, et 2004. aasta äriplaanis esitatud kavandatud rahavoogude näol oli tegemist ülempiiriga.

Nagu sissejuhatuses on väidetud, investeeriks erainvestor ainult sellisesse projekti, mille sisemine tasuvuslävi on suurem kui kapitali alternatiivkulu. Järelikult oleks CDLi investeerija nõudnud projekti investeerimiseks hoopis suuremat sisemist tasuvusläve (st vähemalt 14,91 %). Võime järeldada, et CDLi tehtud investeering ei vastanud turutingimustes tegutseva investori põhimõttele.

Arvestades, et kapitali kaalutud keskmine hind (WACC) on 14,91 %, ja eeldades, et 2004. aasta rahavoogude kalkulatsiooni näol on tegemist ülemise piiriga, arvutasime projekti nüüdispuhasväärtuse diskonteeritud rahavoogude summana. Hispaania ametiasutuste esildise põhjal ilmneb, et 199 miljoni suurune investeering on rahavoogude summa ajavahemikul 2005–2007. Viimase perioodi rahavoog sisaldab jääkväärtust, mis on arvutatud dividendide diskonteerimise mudeli alusel:

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

kus D_t on aastas t makstav dividend, g on dividendi kasvumäär ja r diskontomäär.

See avaldis sõltub suurel määral näitajatest D_t ja g, mille täpse väärtuse leidmine ei ole selle teatise ülesanne. Sel põhjusel kasutame võrdlusalusena Hispaania ametiasutuste pakutud väärtusi, nimelt D_t = 8 651 (viimase perioodi rahavoog) ja g = 2,553 % (inflatsioonimäär). Kuid kohaldame oma arvestuslikku diskontomäära 14,91 %. Nende näitajate alusel on projekti negatiivne nüüdispuhasväärtus (-NPV) = -131,65 miljonit.

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

Märkused viimase esildise (25. märts) kohta

25. märtsi esildises jääb puudu metoodilisest rangusest ja selles esitatakse mõni keskne väide, mis on kõike muud kui põhjendatud. Selles väidetakse järgmist:

[1] Allikas: ORBISe ettevõtete aruanne.

„Selle tulu ja eelkõige riskipreemia arvutamiseks, mida nõuaks erainvestor projektilt, kasutatakse eri mudeleid, kõige sagedamini finantsvara hindamise mudelit. Näiteks kui seda mudelit kohaldada kõnealuse juhtumi suhtes, „nõuaks" erainvestor riskipreemiat, mitte tulu, 2000. aastal 3,75 % ja 2004. aastal 2,07 %."

ja esitatakse järgmine tabel:

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 %

Teisisõnu, esildiseks väidetakse, et CDLi beeta on ß = 0,395. See on põhjendamata oletus, mida ei toeta mingid kinnitatud ja kontrollitavad andmed. Peale selle on seda keeruline loogilise mõtlemisega kokku viia.

Allpool tsiteerime otseselt Brealeyt ja Myersit, kõige olulisemat allikat LECG esildises.

„[] beeta mõõdab, kui palju mõjutavad turu liikumised väärtpaberit. Aktsiad, mille beeta on suurem kui 1,0, võimendavad tavaliselt turu üldist liikumist. Aktsiad, mille beeta on vahemikus 0–1,0, liiguvad tavaliselt turuga samas suunas, ent mitte nii kaugele. Loomulikult on turg n-ö kõikide aktsiate portfell, seega on „keskmise" aktsia beeta 1,0." (VII peatükk, lk 174).

Teisisõnu, suurema beetaga aktsiad tähendavad suuremat volatiilsust ja on seega riskantsemad.

Investeering CDLi on vähemalt sama riskantne kui investeering tema määratletud konkurentidesse, kelle beetad on oluliselt suuremad kui 1 (vt KBC Securitiese ja Spezialist fur Finanzaktieni tehtud hindamisi).

Ja lõpetuseks, riskivaba määraga seoses tundub äärmiselt oportunistlik viidata praegusele ajutisele finantskriisile, et lükata ümber komisjoni valitud väärtus, mis vastab riskivabale määrale CDLi investeerimise ajal.

Lisa

Projekti rahastamiseks peavad investorid investeerima kapitali. Sellisel kapitalil on hind. See on kapitali hind.

Tavaliselt on kapitalil kaks üldisemat laadi allikat:

— omakapital (E)

— finantskapital/võlg (D)

Omakapitali ja võlakapitali summa annab kokku kogukapitali (C), mis on väljendatud eurodes. Mõlemal neil kahel kapitali allikal on teatud hind. Meil:

— K_e on omakapitali hind väljendatuna protsentides;

— K_d on finantskapitali (võla) hind väljendatuna protsentides.

Kapitali koguhind on seega kapitali kaalutud keskmine hind (WACC), arvestades omakapitali ja laenukapitali suhet. Seega:

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

Arvestada tuleb ka seda, et K_d ja K_e on finantskapitali ja omakapitali eeldatav hind, mitte selle soetusväärtus.

Kui võtta arvesse maksusoodustusi, mida kohaldatakse laenuvahendite varal finantseerimisele, ja eeldades, et T on CDLi suhtes kohaldatav maksumäär, saame:

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

Kõnealuses CDLi juhtumis ei nimetata 2000. aasta äriplaanis ühtegi võlga. Kuna projekti rahastatakse täielikult omakapitaliga, saame järgmise valemi:

$$WACC = K_e$$

II LISA

(Kohandatud 2010. aasta märtsi dokumendist)

Vastus 19. oktoobri 2009. aasta esildisele, mille koostas LECG

Konsultatsioonilettevõtte LECG vastus komisjoni analüüsile keskendub neljale teemale.

1) Finantsvara hindamise mudeli väidetav väärkasutus.

Kuigi LECG on nõus sellega, et finantsvara hindamise mudelil põhinev analüüs on õige lähenemisviis, seab ta kahtluse alla näitajate väärtused, mida on kasutanud konkurentsi peadirektoraat. Täpsemalt väidab LECG järgmist:

— aktsia riskipreemia oleks pidanud olema väiksem;

— beetad oleks pidanud olema väiksemad.

2) Komisjon ei oleks asjakohase võrdlusaluse määramiseks pidanud piirduma Consultia IT äriplaaniga, vaid oleks pidanud kasutama ka Arthur Anderseni 2000. aasta äriplaani.

3) Komisjon ei kasutanud CDLi projekti kavandatud kasumlikkuse hindamisel õigeid finantssuhtarve.

4) Peale selle ei võtnud komisjon arvesse eeldatavat tulu, mis oleks tekkinud hotellide ja büroopindade väljaarendamisest.

1. Finantsvara hindamise mudeli näitajad

1.1. *Aktsia riskipreemia*

Toetudes Fernándezile (2004), seab ECG kahtluse alla meie valiku kasutada preemiaid käsitlevaid ajaloolisi andmeid, et hinnata turu riskipreemiat Hispaanias aastatel 2000 ja 2004. Selle asemel soovitab LECG kasutada teavet, mis sama autor on avaldanud oma hilisemas artiklis ([1]).

Nagu näidatakse allpool, tsiteeritakse LECG aruandes seda artiklit väga valikuliselt.

LECG aruandes väidetakse, et ajaloolise aktsia riskipreemia asemel tuleks kasutata nõutavat aktsia riskipreemiat. Paraku väidab Fernández (2009) järgmist:

„Lihtne on järeldada, et ei ole üht ja üldiselt aktsepteeritud aktsia riskipreemia punkti näitajat või levinud meetodit selle hindamiseks. [—]

Soovitused aktsia riskipreemia kohta, mis on võetud 150st ajavahemikul 1979–2009 avaldatud finantsvaldkonna ja hindamise õpikust, jäävad 3 % ja 10 % vahele. Õpikuid, kus kasutatakse eri lehekülgedel eri aktsia riskipreemiaid, on päris mitu ja suuremas osas raamatutest ei tehta vahet neljal eri arusaamal, mida väljend „aktsia riskipreemia" tähendab: ajalooline aktsia riskipreemia, eeldatav aktsia riskipreemia, nõutav aktsia riskipreemia ja kaudne aktsia riskipreemia. [—]

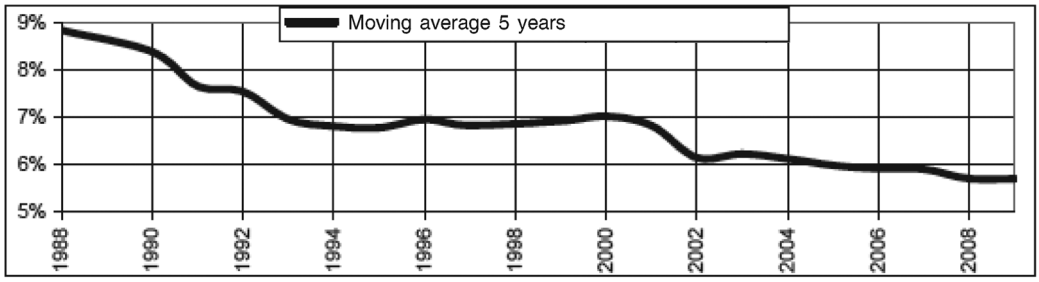
129 raamatus on eeldatavat aktsia riskipreemiat ja nõutavat aktsia riskipreemiat käsitletud sünonüümsete mõistetena ning 82 raamatus ei tehta vahet eeldataval ja ajaloolisel aktsia riskipreemial."

Peale selle tehakse LECG uuringus ettepanek kasutada aktsia riskipreemia konkreetse väärtusena Fernándezi hiljuti esitatud (2009) aktsia riskipreemiat. Fernández soovitab kasutada nõutavat aktsia riskipreemiat vahemikus 3,8–4,3 %. See vahemik ei pea meie eesmärke arvestades paika vähemalt kahel põhjusel. Esiteks on see sisemiselt piiratud, sest tegemist on ühe inimese subjektiivse hinnanguga. Peale selle tuleb arvestada ka seda, et Fernández pakub välja keskmise väärtuse, mis on saadud 150 õpiku põhjal (vt graafik allpool). Teiseks, ja see on isegi olulisem, on ettepanek kasutada väärtust vahemikus 3,8–4,3 % hinnang praeguse aktsia riskipreemia kohta, mitte 2000. ja 2004. aastal kehtinud aktsia riskipreemia kohta. Näitajate väärtused, mida kasutatakse finantsvara

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

hindamise mudeli sisenditena, peaks pärinema äriotsuse tegemise ajast (st olema eelnevad, mitte järgnevad). Teisisõnu on asjakohane aktsia riskipreemia see riskipreemia, mis kehtis 2000. aastal (või 2004. aastal), mitte 2009. aastal. Selle kinnituseks *avaldatakse* Fernándezi artiklis (2009) konsensuslikud hinnangud asjakohase aktsia riskipreemia kohta 2000. ja 2004. aastal. Täpsemalt on nõutava aktsia riskipreemia väärtus 2004. aastal üle 6 %, kusjuures 2000. aastal on selle väärtus ligikaudu 7 %. Meie hinnang enne selle artikli avaldamist oli õige ja mahtus sellesse vahemikku, st 6,8 %.

„Allpool esitatud graafikul on näha nõutava aktsia riskipreemia (REP) jooksva keskmise muutumine (viimasel viiel aastal), mida on kasutatud või soovitatud 150s finantsküsimusi ja hindamist käsitlevas õpikus."



1.2. *Beeta*

Beeta kohta esitatakse LECG aruandes kahtlusi seoses hindamisele spetsialiseerunud eraettevõtete hinnangute kasutamisega. Allpool esitame lingid uuringutele, millele viitame:

Carrere (teabe, mida kasutasime, võib leida allpool viidatud aruande lk-l 5):

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

Studio Babelsberg (vt lk 10):

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

Meie arvates on see just koht, kust erainvestor otsiks eelnevalt teavet beeta määramiseks. Neil analüütikutel on erioskused eelnevate hindamiste üle otsustamiseks.

Neis kahes uuringus esitatakse beetad Ciudad de la Luzi teatud lähimate konkurentide kohta.

Pablo Fernández, autor, keda LECG uuringus väga laialdaselt – kuid valikuliselt – tsiteeritakse, on kirjutanud väga palju artikleid tõestamaks, et ajaloolised beetad (nagu on pakkunud LECG), on peaaegu tähtsusetud.

Oma artiklis „Are calculated betas worth for anything?" (Working paper IESE Business School) esitab Pablo Fernández (2008) tugevaid argumente arvutatud beetade hindamistel kasutamise vastu:

„Näitame, et üldjuhul on ülisuur viga kasutada ajaloolist beetat eeldatava beeta asendajana. Esiteks on peaaegu võimatu arvutada midagi tähendavat beetat, sest ajaloolised beetad muutuvad ühe päevaga väga palju; teiseks ei saa me väga sageli piisava statistilise kindlusega öelda, et ühe ettevõtte beeta on teise ettevõtte beetast suurem või väiksem, kolmandaks sellepärast, et ajaloolised beetad ei tähenda tihtipeale midagi: suure riskiga ettevõtete ajaloolised beetad on väga sageli väiksemad kui väikse riskiga ettevõtete omad, ning neljandaks sellepärast, et ajaloolised beetad sõltuvad väga palju sellest, millist indeksit nende arvutamiseks kasutatakse [—] [1]" (meie allakriipsutus)

Kolmas eespool esitatud Fernándezi (2008) argument näitab ka seda, et LECG esitatud beetad ei saa olla õiged. Tegelikult nendib Fernández, et suure riskiga ettevõtted on suure beetaga. See põhineb sisetundel: nõutav tulu suure riskiga projektist (nagu on CDL) peaks olema suurem kui hajutatud portfelli tulu (näiteks IBEX 35).

[1] Seda rõhutab ka Damodaran (Damodaran, Aswath (1994), „Damodaran on Valuation". New York: John Wiley and Sons) Disney' beetat arvutades. Päeva kohta käivate andmetega saab ta tulemuseks 1,33, nädala andmetega 1,38, kuu andmetega 1,13, kvartali andmetega 0,44 ja aasta andmetega 0,77. Kolme aasta pikkuse perioodiga saab ta 1,04, viie aastaga 1,13 ja 10 aastaga 1,18. Peale selle sõltub beeta võrdlusindeksist, seega oleks beeta Dow 30 korral 0,99, S&P 500 korral 1,13 ja Wilshire 5000 korral 1,05.

Ühes teises Hispaaniale keskendunud artiklis („On the instability of betas: the case of Spain", 2008, Working paper IESE Business School) näitab Pablo Fernández veel kord, et ajalooliste andmete põhjal arvutatud beetade kasutamine nõutava aktsia riskipreemia väljaarvutamiseks on ränk viga.

„See on viga seitsmel põhjusel:

1) ajalooliste andmete alusel arvutatud beetad muutuvad oluliselt ühe päevaga;

2) arvutatud beetad sõltuvad väga palju aktsiaindeksist, mida kasutatakse võrdlusalusena turul;

3) arvutatud beetad sõltuvad väga palju ajaloolisest perioodist (5 aastat, 3 aastat jne), mida kasutatakse nende arvutamiseks;

4) arvutatud beetad sõltuvad sellest, millist tulu (igakuist, aastast jne) kasutatakse nende arvutamiseks;

5) me ei tea sageli, kas ühe ettevõtte beeta on teise ettevõtte beetast suurem või väiksem;

6) arvutatud beetadel on väga vähe pistmist aktsiatuluga;

7) beetade arvutamiseks kasutatava languse korrelatsioonikoefitsiendid (ja R2) on väga väiksed."

Artiklis tuuakse arvukalt näiteid kõigi seitse väite kinnituseks.

2. **Asjaomane ajavahemik**

Kasutasime oma eelmises analüüsis 2004. aastat alusaastana nüüdispuhasväärtuse arvutamiseks, sest just sel ajal tehti kogu 199,4 miljoni euro suurune investeering. Ent võime oma analüüsi lihtsa vaevaga korrata ka 2000. aasta kohta. Tulemuseks saadud kapitali kaalutud keskmine hind (WACC) oleks suurem kui 2004. aastal [1] nii suurema turu riskipreemia tõttu (mis peaks Fernándezi kogutud andmete põhjal olema ligikaudu 7 % – vt jaotis 1.1) kui ka suurema riskivaba määra tõttu (mis oli Hispaanias 2000. aastal 5,53 %) [2]. Seega oleks sisemine tasuvuslävi 8,84 % ikkagi hoopis väiksem kui kapitali hind (täpsemalt: WACC = 5,53 % + 1,59 * 7 % = 16,66 %).

Saame minna ühe sammu võrra edasi ja arvutada projekti nüüdispuhasväärtuse aastal 2000. Pidades silmas puudusi, mida rõhutasime oma eelmises analüüsis (st rahavoogude ja lõppväärtuse arvutamiseks võetud näitajate kasutamine esitatud kujul, WACC loomulikult välja arvatud), saame järgmise negatiivse nüüdispuhasväärtuse (NPV):

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

[1] Meie arvutuste kohaselt oli WACC 2004. aastal 14,91, kui võtta riskivabaks määraks 4,1 % ja turu riskipreemiaks 6,8.
[2] Vt OECD statistika.

3. **Finantssuhtarvud**

LECG aruandes nõustutakse meie seisukohaga, et finantsvara hindamise mudel on õige meetod kapitali eelneva hinna hindamiseks. Veelgi enam, aruandes ei esitata ühtegi põhjendust, mis lükkaks ümber investeeritud kapitali tootluse kasutamise kapitali kaalutud keskmise hinna asendajana. Seepärast ei ole vaja korrata arutluskäiku, mida on eelmises märkuses juba kirjeldatud. Ent ehk tasuks siiski meenutada, miks investeeritud kapitali tootlus on kõige asjakohasem suhtarv. Kuna ettevõtte majanduslikku kasumlikkust mõõdetakse investeeritud kapitali tootluse ja kapitali hinna vahena tagantjärele, ja kui meil oleks vaja leida võrdlusalus konkurentide varasemate andmete põhjal, et määrata kindlaks investorite nõutud minimaalne tootlus, siis oleks asjakohane asendaja tegevusharu keskmine investeeritud kapitali tootlus.

4. **Investeeringu laiendamine hotellidele ja büroopindadele**

Selles punktis esitatud väited põhinevad uuel tõendusmaterjalil, milleks on kuus maa hindamise aruannet. Sissejuhatava märkusena nendime, et see tõendusmaterjal esitati tagantjärele ning ei kuulunud seega teabe hulka, mis oleks tol ajal olnud kättesaadav võimalikule investorile ([1]). Teiseks märgime, et Arthur Anderseni aruandes üksnes nimetatakse hotellikompleksi (III etapis) ja teatud büroopindade (IV etapis) väljaarendamise võimalust. Aruanne sisaldab hotellide ja büroopindade arendamise kulude kalkulatsiooni, kuid mingeid kaasnevaid tulusid ei märgita, seega puudub teave maa arendamise kasumlikkuse hindamiseks. Tegelikult ei esitata III ja IV etapi arendamise kohta mingit äriplaani. Consultia IT äriplaanis viidatakse hotellidele vaid kaudselt – nimetatakse täiendavate teenuste ala, kuid büroosid isegi ei märgita ära. Peale selle ei käsitleta sellist tegevust majanduslike ja finantsprognooside osas üldse. Teisisõnu ei oleks erainvestoritele üheski järgus esitatud äriplaani maa arendamise kohta. See tähendab, et projekti järelhindamine peaks põhinema ainult filmistuudioid käsitleval äriplaanil, sest kõik asjakohased tõendid näitavad tegelikult seda, et maa arendamine ei olnud esialgse äriplaani osa. Tegelikult kinnitati LECG 2008. aasta aprilli esildise 5. jaotises („Ciudad de la Luzi hotellikompleksi ja kaubandusala tegevusväärtus") sõnaselgelt, et teenuste kompleksi (hotellid ja kaubandusala) kavandatud investeeringu üksikasju ei analüüsitud kummaski äriplaanis, sest i) eespool nimetatud teenused ehitataks igal juhul välja pärast stuudiot ja ii) stuudio kasumlikkus oli piisavalt suur ning seepärast ei olnud sellel hetkel vaja analüüsida täiendavaid rahavoogusid, mis Ciudad de la Luz võiks toota.

Ainus asjakohane teave maa hindamiseks on esitatud pakkumistes, mis Ciudad de la Luz sai 2005. aastal hotellide ja kaubandusala ehitamiseks ja käitamiseks, mis esitati eespool nimetatud 5. jaotises Selles on esitatud turu koostatud hinnang investeerimisotsusega samal ajal ehk perioodil, mida kõigele lisaks iseloomustas kinnisvarabuum. Nagu selgitatakse järgmises osas, ei anna EUROVALi hindamised õiget aimu maatükkide väärtusest.

Nüüdispuhasväärtuse arvutamiseks, mis hõlmaks maa täiendavat arendamist, võib kasutada turu määratud hinda (tõsiasi, et see on suhteliselt madal, nagu tunnistasid Hispaania ametiasutused, näitab tegelikult seda, et selle kinnisvara arendamine ei tundunud erainvestoritele väga ahvatlev).

Alljärgnevas tabelis on esitatud nüüdispuhasväärtuse arvutused, mis sisaldavad kinnisvara arendamist pakkumiste alusel, mis tehti tegelikult 2005. aastal (LECG väitel 560 000 eurot aastas, kohandatud vastavalt inflatsioonile). Nagu näha, jääb nüüdispuhasväärtus negatiivseks.

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

([1]) LECG 25. aprilli 2008. aasta aruanne järgib sama põhimõtet, kuna selle algusosas (jaotise 2.1 algus) väidetakse, et oluline küsimus turutingimustes tegutseva erainvestori põhimõtte kohaldamisel on see, kas „investeeringu tegemise ajal kättesaadavat teavet arvestades pakkus projekt piisavalt suurt kasumlikkust, et motiveerida ka erainvestorit sellist investeeringut tegema? [—] Investeerimisotsust peab analüüsima tagant järele."

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
14,91 %	1,3204	1,1491	1,0000	0,8702	0,7573	0,6591	0,5735
Diskonteeritud rahavoog	**– 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	NPV
5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	*80 447*	
1,087	1,110	1,133	1,157	1,181	1,206	
609	621	634	648	661	9 401	
6 135	7 182	7 476	8 705	8 968	89 848	
1/(1 + WACC)^5	1/(1 + WACC)^6	1/(1 + WACC)^7	1/(+ WACC)^8	1/(1+/WACC)^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**

Euroval koostas rea maa hindamise aruandeid. Need aruanded tellis Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana, kes oli Ciudad de la Luzi (CDL) investor. Aruannete eesmärk on esitada selle maa objektiivne hindamine, mida kasutatakse hotellide ja büroode ehitamiseks CDLi kompleksi. Euroval esitab hindamised aastateks 2000, 2002 ja 2009. Iga aasta kohta hinnatakse kaht maatükki: üks on mõeldud hotellikompleksi ja teine büroohoonete arendamiseks, mis teeb kokku kuus hindamisaruannet.

Kuna aruannetes lähtutakse kokkuvõtlikult ühest metoodikast, on mõni meie märkus üldisemat laadi; iga kord, kui viidatakse konkreetsele väitele, näidatakse ära vastav aruanne.

Selles märgukirjas kirjeldatakse eespool nimetatud aruannete piiranguid ja jõutakse järeldusele, et selles esitatud hindamised ei ole usaldusväärsed. Peale selle öeldakse märgukirjas, et hindamisaruanne ei vasta mõnele väitele, mis leiti Hispaania ametiasutuste varem esitatud dokumentidest. Ja lõpetuseks, märgukirjas näidatakse, millist liiki tõendeid oleks võinud kasutada maa väärtuse leidmiseks.

4.1. *Aruanded*

Nagu näha, ei ole Euroval ühtegi sellist aruannet allkirjastanud ega pitsatiga kinnitanud, st puuduvad igasugused tõendit, et asutus võtaks nende hindamiste eest vastutust.

Hispaania ametiasutused väidavad, et 2000. ja 2002. aastal koostatud maa hindamise aruanded ei vasta hoonete hindamist käsitleva ministri määruse nr ECO 805/2003 nõuetele, sest „nende eesmärk ei kuulu määruse reguleerimisalasse" (näiteks 2000. aasta büroopindade hindamise aruande lk 3). Seda, miks seda nimetatud ministri määrust ei kohaldata, ei selgitata. Ministri määrust nimetatakse ka seoses seadusega 6/1998 maa hindamise kohta (eespool nimetatud aruande lk 13). Väidetakse, et kuna tegemist on tagasiulatuva hindamisega 2000. aasta kohta, mis tehti 2002. aastal, „on tehnilisel tegevmeeskonnal vabadus kasutada arvutamisel korrigeerimisi ja hüpoteese, mida ta peab kõige sobivamaks taotletud eesmärgi saavutamiseks". Paraku neid „korrigeerimisi" ja „hüpoteese" täpsemalt ei kirjeldata. Peale selle pole selge, miks ei saa olemasolevat seadust kohaldada, eriti maa hindamisega seoses. Samuti ei põhjendata seda, miks ei kohaldatud sellel ajal kehtinud seadusi.

Aruanne, milles esitatakse büroohoonete jaoks mõeldud maatüki praegune (2009) hindamine, sisaldab veelgi üllatavamat väidet. Väidetakse, et hindamismeetodeid, mida tuleb kohaldada vastavalt praegu kehtivatele õigusaktidele võib kohandada: „kuna hinnatakse mitterahalist sissemakset kõnealusel kuupäeval, on tehnilisel tegevmeeskonnal vabadus kasutada arvutamisel korrigeerimisi ja hüpoteese, mida ta peab kõige sobivamaks taotletud

eesmärgi saavutamiseks". Teisisõnu, kuna hindamise tulemusel ei tehta rahalist tehingut, võib muuta hindamismeetodeid, mida tuleks seaduse järgi kohaldada. Täpsemalt väljendudes: kuna mingit tegelikku raha või tehingut ei kaasne, võtab tehniline meeskond omaks, et nende arvates võivad nad teha korrigeerimisi, mida nad peavad „taotletud eesmärki" silmas pidades sobivaks.

Seepärast ei ole midagi imekspandavat selles, et Euroval ei ole ühtegi kuuest aruandest ametlikult kinnitanud.

4.1.a. Büroopindade ehitamist käsitlevad aruanded (NNT krunt)

Aruannetes oleks pidanud arusaadavamalt selgitama ka seda, mida hõlmab maa „kolmandase kasutuse" tingimus.

Nende aruannete kõige silmatorkavam piirang on Ciudad de la Luzi kompleksi büroopindade ligikaudsete hindade määramise viis. 2000. aasta aruande lk-l 18 on loetletud üheksa tehingut, sh ruutmeetrilt makstud hind. Tehingud leidsid aset 1999. aasta detsembrist kuni 2000. aasta septembrini ja keskmine ruutmeetri kohta makstud hind oli 1 111,7 eurot. See väärtus on võetud Ciudad de la Luzi kompleksi büroopindade ligikaudseks hinnaks.

Ciudad de la Luzi kompleks asub Alicante linnast väljas ja tööstuskompleksi (*polígono industrial*) kõrval. Samas on eespool nimetatud üheksa tehingut seotud büroodega (keskmine suurus 115,25 m^2), mis asuvad Alicante kõige mainekamatel äritänavatel. Selliste tehingute kasutamine Ciudad de la Luzi ehitatava 66 574,54 m^2 ligikaudse hinna määramisel ei ole lihtsalt loogiline.

Aruandes on jooksevväärtuste deflatsiooniks kasutatud Hispaania tarbijahinnaindeksit (*Consumer Price Index*, CPI – *Indice de Precios al Consumo*, IPC). Eriti kasutatakse IPC-d inflatsiooni mõju korrigeerimiseks maa jooksevväärtusele tagasiulatuvalt aastal 2000 (lk 24). Märgime, et nagu nimigi ütleb, ei hõlma CPI/IPC vara hinna inflatsiooni, indeks arvutatakse tarbijakorvi alusel. Allpool selgitatud põhjustel on CPI/IPC kasutamine maa ja/või kinnisvara väärtuse deflatsiooniks väga ohtlik.

Teadaolevalt elas Hispaania üle eluasemebuumi, mis kestis üle kümne aasta (Hispaania praegused makromajanduslikud hädad on olulisel määral seotud selle mulliga). Selle tagajärjel tõusis maa hind paju kiiremini kui üldine tarbijahinnaindeks.

Hispaania valitsuse elamumajanduse ministeeriumi (Ministerio de Vivienda, http://www.mviv.es/es/) kogutud statistiliste andmete põhjal tõusid elamuhinnad Alicante provintsis alates 2000. aasta esimest kvartalist kuni 2009. aasta kolmanda kvartalini 122,2 % (see periood valiti põhjusel, et see vastab Eurovali 2000. aasta aruandes kasutatud ajavahemikule: jaanuar 2000 kuni august 2009). Põgus pilguheit sellele ajavahemikule näitab, et kõige kiiremini tõusid eluasemehinnad vaadeldava perioodi alguses.

Sama statistiline allikas sisaldab andmeid ka maa hinna kohta, paraku algab andmete jada 2004. aastaga. Alicante provintsis oli linnamaa ruutmeetri keskmine hind 2004. aasta esimeses kvartalis 234,3 eurot m^2 kohta. Vastav näitaja rohkem kui 50 000 elanikuga Alicante provintsi omavalitsusüksustes oli 2004. aasta esimeses kvartalis 464,9 eurot m^2 kohta.

Kuna sellise maa hind, mida saab kasutada linnamaa kinnisvaraarenduseks, on tihedalt seotud eluasemehindadega, võib tuletada ligilähedase maa hinna deflaatori ajavahemikul 2000. aasta I kvartalist kuni 2003. aasta IV kvartalini, võttes arvesse eluasemehinna inflatsiooni samal perioodil. Hispaania elamumajanduse ministeeriumi andmetel tõusid eluasemehinnad Alicante provintsis 2000. aasta esimesest kvartalist kuni 2003. aasta kolmanda kvartalini 80,1 %.

Seega, olenemata sellest, kas võtta kogu provintsi keskmine maa hind (234 eurot m^2 kohta 2004. aasta I kv) või suuremate omavalitsusüksuste keskmine maa hind (464,9 eurot m^2 kohta I kv), annaks sellise suurusjärguga (+/–80 %) deflaatori kasutamine maa hinnaks 2000. aasta I kvartalis hoopis väiksema hinna kui on toodud Eurovali aruandes.

Samuti tasub märkida, et aruanded räägivad hindade muutumise käsitlemisel teineteisele vastu. Nagu eespool on viidatud, on 2000. aasta aruande lk-l 18 loetletud üheksa tehingut, sh ruutmeetrilt makstav hind. Need tehingud leidsid aset 1999. aasta detsembrist kuni 2000. aasta septembrini ja keskmine ruutmeetri kohta makstud hind oli 1 111,7 eurot. See väärtus on võetud Ciudad de la Luzi kompleksi büroopindade ligikaudseks hinnaks.

2009. aasta aruandes järgitakse sama metoodikat. Lk-l 18 on loetletud seitse tehingut, mis leidsid aset 2007. aasta aprillist kuni 2008. aasta detsembrini. Keskmine väärtus on 2 736,22 eurot ruutmeetri kohta. Seega esitatakse 2009. aasta aruandes silmatorkavad tõendid selle kohta, et kinnisvara inflatsioon oli kaugelt üle 33,5 %, mida kasutati 2000. aasta aruandes. Kahte aruannet võrreldes saame inflatsiooniks 146,1 %. See on kooskõlas elamumajanduse ministeeriumi aruannetega: 2000. aasta esimesest kvartalist kuni 2008. aasta teise kvartalini (periood, kus tehti enamik 2009. aasta aruandes märgitud tehingutest) tõusid eluasemehinnad Alicante provintsis 152,1 %.

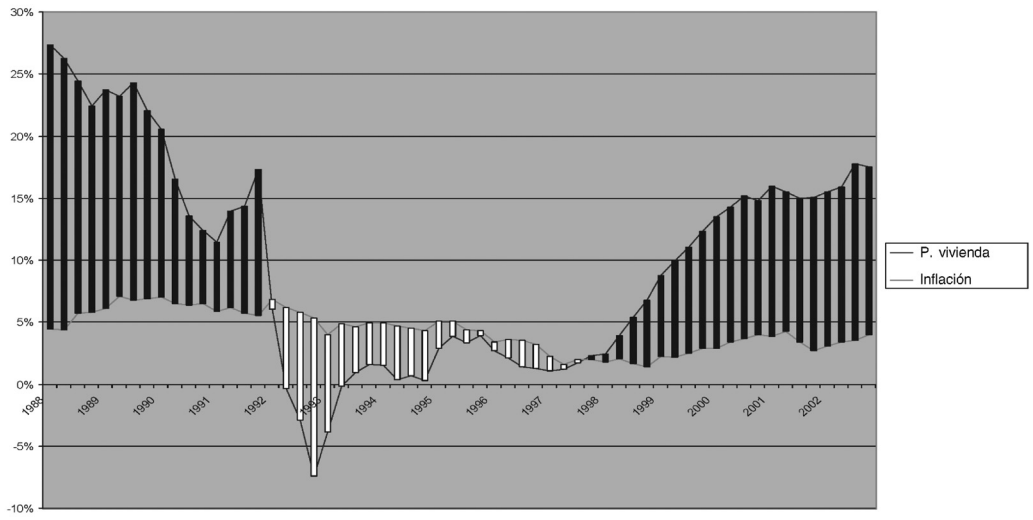
Asjaolu, et 2009. aasta aruandes esitatud arvnäitajaid on jooksevhindade määramisel inflatsiooni mõju vähendamiseks korrigeeritud 15 %, ei muuda asjaomaseid suurusjärke silmas pidades üldist pilti.

Kõrvalmärkusena kordame ka seda, et Alicante kesklinnas asuvate väikeste büroode hindade kasutamine Ciudad de la Luzi ligikaudse hinna määramisel ei ole loogiline.

Arvesse tuleks võtta veel kaht asjaolu. Esiteks, kinnisvarabuumi ajal tõuseb maa hind tavaliselt kiiremini kui eluaseme lõpphind. Eluaseme hinnaindeksis ei võeta maa hinna inflatsiooni niigi täies ulatuses arvesse. Teiseks, keskmine maa hind suurtes omavalitsusüksustes ei väljenda ilmselt maa hinda sellises asukohas, kus paikneb CDL. Tõepoolest, valdav osa alusandmetest, mida kasutati keskmise hinna leidmiseks, kehtib maa kohta, mis asub linnades või nende vahetus läheduses (näiteks eeslinnades „urbanizaciones"), ent CDL asub linnast väljas kohas, kus elamuid on vähe (kui üldse).

Ja lõpetuseks, eluasemehinna inflatsiooni selgitatakse materjalis, mida kasutatakse teise kursuse üliõpilaste õpetamiseks Unversidad Carlos III de Madridis ja mis on kättesaadav aadressil: http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/, materiales, Tema I, slaid 67, mille me allpool taasesitame. See graafiline tõendusmaterjal kinnitab veel kord, et eluasemehinnad on tõusnud hoopis kiiremini kui CPI/ICP.

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



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

Argumendid, mida on kasutatud kõikides aruannetes näitamaks, et maa arendamise kulusid ei ole, on üsna nõrgad, sest teatud täiendavaid kulusid oleks tulnud kanda.

Ja lõpetuseks, bürookompleksi (NNT) puhul näitab 35 % suurune (2002) või rohkem kui 50 % suurune (2000) erinevus väärtuste vahel, mis saadi kahe hindamismeetodiga (dünaamiline jääkväärtuse meetod ja CPI suurenemine), arvutuse äärmiselt spekulatiivset iseloomu.

4.1.b. Aruanded hotellikompleksiks ette nähtud maatüki (NNH krunt) hindamise kohta

2000. ja 2002. aasta aruanded teise maatüki (NNH) kohta kannatavad samasuguste piirangute käes (näiteks ebasobiva deflaatori kasutamine, Hispaania seadustega kehtestatud hindamismeetodite mittekohaldamise põhjendamata jätmine jne). Nagu eespool on märgitud, ei ole ükski neist aruannetest allkirjastatud või pitseriga varustatud.

Ent mõni täiendav märkus on siiski asjakohane. 2000. ja 2002. aasta aruannetes on määratud hotellitubade ligikaudsed hinnad keskmiste hindade abil. Kuid allikat ei ole ära toodud, samuti ei ole selge, kas andmed käivad Alicante provintsi kohta (2002. aasta aruandes) või Comunidad Valenciana kohta (2000. aasta aruandes).

Saadud keskmine hind on 2002. aasta aruandes 44,95 eurot öö kohta ja 2002. aasta aruandes 47,65 eurot öö kohta. Kuigi nende väärtuste aluseks olevat allikat ei ole esitatud, ei vasta need varasematele näitajatele.

Vastukaaluks esitatakse 2009. aasta aruandes ligikaudse hinna määramiseks nimekiri kuuest hea asukohaga hotellist, millel on kas neli või viis tärni. Ligikaudseks hinnaks määratakse 104 eurot öö kohta. Seda, miks ligikaudse hinna määramise metoodika erineb 2000. ja 2002. aasta aruannetes kasutatud metoodikast, ei selgitata.

Ja mis veelgi olulisem – väga raske on aru saada, miks keskendutakse nelja- ja viietärnihotellidele. Kas on mingeid tõendeid selle kohta, et väljaspool Alicantet on nõudlust nelja- ja viietärnihotellide järele kohas, mis asub kiirtee ja tööstuskompleksi kõrval?

Sama kõnekas on ka asjaolu, et ainus CDLi kompleksi lähedal asuv hotell on jäetud välja. See hotell on IBIS, mille hinnad algavad 49 eurost öö kohta *2010. aasta suvel* (http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml, vaadatud 24. veebruaril 2011). Täiendava asitõendina küsiti golfiväljaku kõrval asuva luksuskorteri eest 2010. aasta augustis 80 eurot öö kohta (tipphooajal, vt http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, vaadatud 24. veebruaril 2011.).

2009. aasta aruandes NNH krundi kohta on samuti mõni üllatav väide. Esialgu leiab aruandega tutvuja meeldiva üllatusena, et hindamiseks kasutatud meetod vastab seadusele (lk-l 13 on öeldud: „Metoodilised alused on kriteeriumid, mis on sätestatud ministri määrusega nr ECO 805/2003 kinnisvara hindamise kohta ja 13. aprillil 1998 jõustunud seadusega nr 6/1998 maa hindamise kohta; hindamise eesmärk on määrata praegune väärtus.") Ent lk-l 25 võib lugeda, et hindamisaruanne *ei vasta* siiski ministri määrusega kehtestatud nõuetele: „Kooskõlas kinnisvara hindamise eeskirju käsitleva 2003. aasta märtsi määruse nr ECO 805/2003 artikli 61 lõike1 punktiga b tahame juhtida tähelepanu sellele, et see hindamisaruanne ei vasta ametlikult nimetatud määrusele, sest sellele eesmärk ei kuulu määruse reguleerimisalasse" (*por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma*).

Samuti on huvitav märkida, et hinnangud kahe krundi (NNH ja NNT) ruutmeetri kohta erinevad tohutult. Eitamata, et kavandatud kasutusotstarve (bürood või hotellid) võib seda erinevust osaliselt selgitada, on vahe siiski väga silmatorkav. Hotellide puhul jäävad väärtused vahemikku alates 144,12 eurost m^2 kohta (2000) kuni 188,35 euroni m^2 kohta aastal 2009. Büroopindade puhul on vastav suurusjärk vahemikus 491,64 eurot m^2 kohta (2000) kuni 800 eurot m^2 kohta aastal 2009. Millega selgitada olulist vahet nende kahe teineteise kõrval paikneva krundi hindade muutumises (inflatsioon)? Kuidas on võimalik selgitada rohkem kui 300 % suurust vahet?

Kas tuleks järeldada, et see on tingitud asjaolust, et hotellideks mõeldud krundi hindamiseks kasutatud metoodika järgib enam seadusega kehtestatud norme? Või peitub põhjus selles, et hotelliöö hind on läbipaistvam?

Samuti väidetakse, et muutuvkulud moodustavad 50 % tuludest (näiteks 2009. aasta aruande lk-d 18–19). Millel nii suure kasuminormi prognoos põhineb?

Ehituskulusid hinnatakse võrdlushindade mooduli alusel. 2000. ja 2002. aasta aruandesse on valitud õiged näitajad. Kuid 2009. aasta aruandes kasutatakse 2006. aasta näitajat. Miks nii?

4.2. *Riskipreemiad*

Samuti märgime, et aruannetes tunnistatakse, et hotellirajatistesse investeerimine on riskantsem kui büroopindadesse investeerimine (vt näiteks 2000. aasta aruande lk-d 12 ja 26). Hispaania ametiasutused on kogu aeg järjepidevalt kavandanud „hotellikompleksi" ehitamist.

Samuti märgitakse aruandes, et diskontomäär (*tipo de actualización*) saadakse järgmise valemi alusel (2000. aasta aruande lk 16):

i = riskivaba määr + riskipreemia

Samal leheküljel olevas tabelis on esitatud minimaalsed kohaldatavad riskipreemiad. Asjaomased preemiad on suuremad kui eeldatav Ciudad de la Luzi investeeringu tasuvus.

Ja lõpetuseks, 2000. aasta aruande lk-l 21 esitatud arvutustes kasutatud riskipreemia (10 %) on väiksem kui preemia, mis on esitatud vastavas tabelis lk-l 16 (11 %).

4.3. *Usaldusväärne väärtuse määramine*

Selleks et maa väärtust usaldusväärselt määrata, oleks pidanud esitama umbes 2000 maatüki hindamised, mis on suuruse ja asukoha (Aguas Amargasi tööstuskompleksi kõrval) poolest samasuguste omadustega ja ette nähtud „kolmandaseks kasutamiseks" ning „hotellideks".