II

(Muut kuin lainsäätämisjärjestyksessä hyväksyttävät säädökset)

PÄÄTÖKSET

KOMISSION PÄÄTÖS,

annettu 8 päivänä toukokuuta 2012,

valtiontuesta SA.22668 (C 8/08 (ex NN 4/08))

(tiedoksiannettu numerolla C(2012) 3025)

(Ainoastaan espanjankielinen teksti on todistusvoimainen)

(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

(2013/126/EU)

EUROOPAN KOMISSIO, joka

ottaa huomioon Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen ja erityisesti sen 108 artiklan 2 kohdan,

ottaa huomioon Euroopan talousalueesta tehdyn sopimuksen ja erityisesti sen 62 artiklan 1 kohdan a alakohdan,

on mainittujen artiklojen mukaisesti kehottanut asianomaisia esittämään huomautuksensa ([1]) ja ottanut huomioon nämä huomautukset,

sekä katsoo seuraavaa:

I MENETTELY

(1) Komissio vastaanotti 22 päivänä helmikuuta 2007 kantelija A:lta ([2]) valtiontukea koskevan kantelun väitetystä Valencian alueen Ciudad de la Luz -elokuvastudioille myöntämästä tuesta. Kantelija A vahvisti 15 päivänä maaliskuuta 2007, että sen kantelu voitiin toimittaa Espanjan viranomaisille.

(2) Komissio toimitti 10 päivänä huhtikuuta 2007 kantelun kokonaisuudessaan Espanjan viranomaisille ja pyysi tietoja väitetystä tuesta. Komissiolle ei ollut aiemmin ilmoitettu mistään Valencian alueella toteutettavista elokuva-alan tukitoimenpiteistä valtiontuen hyväksyntää varten.

(3) Pyydettyään 18 päivänä huhtikuuta 2007 määräajan jatkamista (johon suostuttiin 24 päivänä huhtikuuta) Espanjan viranomaiset vastasivat komission tietopyyntöön 15 päivänä kesäkuuta 2007.

(4) Kantelija A toimitti 30 päivänä huhtikuuta 2007 linkkejä Variety-lehdessä julkaistuihin artikkeleihin, joissa kerrotaan väitetyistä Valenciassa tehtäville kuvauksille tarjotuista tuotantotuista ja vahvistetaan, että Ciudad de la Luz veti puoleensa suuren budjetin elokuvahankkeita ([3]).

(5) Komissio pyysi lisätietoja Espanjan viranomaisilta 13 päivänä heinäkuuta 2007. Pyydettyään 18 päivänä heinäkuuta 2007 määräajan jatkamista (johon suostuttiin 19 päivänä heinäkuuta) Espanjan viranomaiset vastasivat komission tietopyyntöön 8 päivänä lokakuuta 2007.

(6) Komissio vastaanotti 15 päivänä heinäkuuta 2007 kantelun kantelijalta B ([4]). Saatuaan kantelijan suostumuksen komissio toimitti sen kantelun Espanjan viranomaisille 2 päivänä elokuuta 2007.

(7) Komissio ilmoitti Espanjan viranomaisille 13 päivänä helmikuuta 2008 päivätyllä kirjeellä, että se oli päättänyt aloittaa Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 108 artiklan 2 kohdan mukaisen tukea koskevan menettelyn. Espanja vastasi tähän 28 päivänä huhtikuuta 2008.

(8) Komission päätös menettelyn aloittamisesta on julkaistu *Euroopan unionin virallisessa lehdessä* ([5]). Komissio on kehottanut asianomaisia osapuolia esittämään huomautuksensa tuesta.

([1]) EUVL C 134, 31.5.2008, s. 21.

([2]) Kantelija A on suuri eurooppalainen elokuvastudio. Se on pyytänyt saada pysyä nimettömänä.

([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]) Kantelija B on merkittävä Euroopan elokuva-alan toimija. Sekin on pyytänyt saada pysyä nimettömänä.

([5]) Ks. alaviite 1.

(9) Komissio sai huomautuksia asianomaisilta osapuolilta ja toimitti ne Espanjalle 3 päivänä lokakuuta 2008. Komissio sai Espanjan viranomaisten huomautukset 21 päivänä marraskuuta 2008 ja 29 päivänä joulukuuta 2008.

(10) Komission ja Espanjan viranomaisten välisen, 11 päivänä helmikuuta 2009 pidetyn tapaamisen jälkeen Espanja toimitti lisätietoja 30 päivänä maaliskuuta 2009.

(11) Komissio lähetti Espanjalle 26 päivänä elokuuta 2009 lisätietopyynnön, johon Espanjan viranomaiset vastasivat 20 päivänä lokakuuta 2009, ja ne toimittivat lisätietoja 1 päivänä helmikuuta 2010.

(12) Komissio lähetti 24 päivänä toukokuuta 2011 Espanjalle uuden lisätietopyynnön, jossa se ilmoitti Espanjalle riippumattomalle Ecorys-talouskonsulttiyritykselle annetusta toimeksiannosta. Espanja vastasi 7 päivänä kesäkuuta 2011. Komissio vastasi Espanjalle 22 päivänä heinäkuuta 2011.

(13) Komissio lähetti Espanjalle viimeisen tietopyyntönsä sekä Ecorysin raportin 1 päivänä elokuuta 2011. Espanja toimitti Ecorysin raporttia koskevat huomautuksensa 3 päivänä lokakuuta 2011. Espanja toimitti lisätietoja julkisista investoinneista Ciudad de la Luz SAU -yhtiöön 11 päivänä huhtikuuta 2012.

II **YKSITYISKOHTAINEN KUVAUS**

(14) Ciudad de la Luz on hieman Alicanten ulkopuolella (Valencian alueella) sijaitseva suuri elokuvastudioiden kokonaisuus. Valencian aluehallitus (Generalitat Valenciana) teki alkuperäisen päätöksen investoida Ciudad de la Luz -hankkeeseen 24 päivänä lokakuuta 2000.

(15) Ciudad de la Luz SA -yhtiö perustettiin 2 päivänä marraskuuta 2000. Sen tarkoituksena oli suorittaa tarvittavat Ciudad de la Luz -hankkeen markkinointi-, organisointi- ja hallinnointitoimet, joihin sisältyy audiovisuaalialan ja elokuvalaitteistojen sekä muiden virkistys- ja majoitustoimintojen rakentaminen, hallinnointi ja käyttö.

(16) Ciudad de la Luz SA:n alkuperäisestä 600 000 euron osakepääomasta 75 prosenttia omisti Parque Temático de Alicante SAU, josta myöhemmin tuli Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU, jäljempänä 'SPTCV'. SPTCV on julkinen yhteisö, joka harjoittaa investointitoimintaa Valencian aluehallituksen puolesta. Loput 25 prosenttia kuuluivat yksityiselle Producciones Aguamarga SL -yhtiölle, joka vastasi jäljellä olevista rakennustöistä, Ciudad de la Luzin markkinoinnista ja studioiden hallinnoinnista.

(17) Marraskuussa 2001 osakepääoma korotettiin 9 miljoonaan euroon. SPTCV osti kaikki uudet osakkeet ja kasvatti näin omistusosuutensa 98,4 prosenttiin. SPTCV lisäsi omistusosuuttaan edelleen helmikuussa 2003 ja toukokuussa 2004 vastaavilla uusien osakkeiden ostoilla. Producciones Aguamarga myi 0,2 prosentin osuutensa Ciudad de la Luz SA:sta ([6]) SPTCV:lle heinäkuussa 2004 (139 059 eurolla). Siitä lähtien 100 prosenttia Ciudad de la Luz SAU:n osakepääomasta on ollut SPTCV:n kautta Valencian aluehallituksen omistuksessa. Ciudad de la Luz SAU on ollut siitä lähtien kokonaan SPTCV:n omistuksessa oleva julkinen yritys, johon sovelletaan tarjouskilpailuja ja rahoitusvalvontaa koskevia julkisoikeudellisia säädöksiä. Producciones Aguamarga jatkoi kuitenkin Ciudad de la Luzin hallinnointia.

(18) Elokuvastudioiden kokonaisuus avattiin kuvauksia varten elokuussa 2005. Se on suunniteltu riittävän tilavaksi suurimpiakin elokuvatuotantoja varten, ja sen vuonna 2002 aloitettu rakentaminen on jaettu kolmeen vaiheeseen:

— Vaihe 1 (valmistunut): 6 ilmastoitua ja äänieristettyä kuvausstudiota, joiden pinta-ala on yhteensä 11 000 m^2, 15 050 m^2 työpaja- ja varastotilaa sekä kaksi ulkokuvausaluetta, joiden pinta-ala on yhteensä 14 hehtaaria.

— Vaihe 2 (valmistunut muodollisen tutkintamenettelyn aloittamisen jälkeen): ateriapalvelutilat, hallintorakennus, jälkituotantolaboratorio sekä kolmas 5 hehtaarin suuruinen ulkokuvausalue, jossa on vesikuvausallas.

— Vaihe 2B (töitä ei ole aloitettu): suuri ja syvä vesikuvausallas, jossa on luonnollinen horisontti.

— Vaihe 3 (töitä ei ole aloitettu): pinta-alaltaan 5 000 neliömetrin suuruinen äänieristetty kuvausstudio (jonka on tarkoitus olla maailman suurin), vielä yksi ulkokuvausalue sekä 4 televisiostudiota.

(19) Studiokokonaisuuteen kuuluu myös audiovisuaalituotantoon (elokuva, tv, radio, internet) erikoistunut korkeakoulu, jossa voi suorittaa kaikki tuotannon osa-alueet (taiteellinen sisältö, tekninen markkinointi, viestintä) kattavan maisterin tutkinnon. Alkuperäisiin suunnitelmiin vuonna 2000 sisältyi myös muita investointeja studiokokonaisuuden läheisyyteen rakennettavaan kauppa-, hotelli- ja urheilukokonaisuuteen, jonka oli tarkoitus tuottaa

([6]) Ciudad de la Luz SA:sta tuli 7 päivänä lokakuuta 2004 suoritetulla pääomansiirrolla yhden osakkeenomistajan julkinen osakeyhtiö (sociedad anónima unipersonal) Ciudad de la Luz SAU, jonka koko osakepääoman omisti SPTCV.

hankkeelle omarahoitusta mutta jota ei toistaiseksi ole rakennettu. Vaikka Valencian aluehallitus antoi tarvittavan maa-alueen käyttöön vuonna 2004 ja tämän käyttöoikeussopimusten alaisen liiketoiminnan harjoittamista koskeva tarjouspyyntökilpailu käynnistettiin vuonna 2005, tarjoukset eivät olleet riittävän houkuttelevia eikä lisäinvestointeja ole tehty.

(20) Ciudad de la Luzin alansa huippua olevien laitteistojen tietyt ominaisuudet antavat sille suurien elokuvatuotantojen edellyttämän kapasiteetin suhteen selvän edun verrattuna kilpaileviin suuriin eurooppalaisiin elokuvastudioihin, joita on varsin vähän. Esimerkiksi Ciudad de la Luzin alkuperäisiin suunnitelmiin kuulunut 5 000 neliömetrin suuruinen äänieristetty kuvausstudio olisi ollut lajissaan maailman suurin ([7]). Komissio toteaa, että suuria äänieristettyjä kuvausstudioita tarvitaan vain suurissa elokuvatuotannoissa.

(21) Viime aikoihin asti studiota hallinnoi Aguamarga Gestión de Estudios SL -yhtiö, joka toimi korvausta vastaan elokuvastudion agenttina osakkeenomistajan kanssa tehdyn monivuotisen hoitosopimuksen perusteella.

SPTCV:n tekemät julkiset investoinnit ja Ciudad de la Luzin liiketoimintasuunnitelmat

(22) Ennen rakennustöiden aloittamista ulkopuoliset konsultit analysoivat vuosina 1999–2000 Ciudad de la Luzin rakentamisen toteutettavuutta, laajuutta ja strategisia suuntaviivoja neljässä tutkimuksessa, jotka Espanja toimitti muodollisen tutkintamenettelyn kuluessa.

(23) Tutkimuksissa tarkasteltiin elokuvatuotantojen määrän kasvunäkymiä ([8]), vertailtiin vaihtoehtoisia paikkoja Valencian alueella elokuvastudioiden rakentamista varten ([9]) ja tehtiin elokuvastudioiden kokonaisuutta koskeva alustava analyysi ([10]) ja liiketoimintasuunnitelma ([11]). Espanjan viranomaiset eivät olleet toimittaneet niitä ennen komission päätöstä aloittaa hankkeesta valtiontukea koskeva muodollinen tutkintamenettely. Kyseisen 22 päivänä helmikuuta 2008 tehdyn aloittamispäätöksen tiedot olivat peräisin (Consultian tekemästä) tutkimuksesta, joka Espanjan viranomaisten komissiolle toimittamien tietojen mukaan oli tehty vuonna 2002. Aloittamispäätöksen jälkeen Espanja kuitenkin ilmoitti komissiolle, että kyseinen tutkimus oli tehty vuonna 2004.

(24) Arthur Andersen -yhtiön vuonna 2000 laatiman liiketoimintasuunnitelman ([12]) päätelmät olivat myönteisiä myös keskipitkän ja pitkän aikavälin kannattavuusnäkymien suhteen. Siinä ennakoitiin elokuvastudiohankkeen kassavirtojen olevan positiivisia viiden vuoden ajan (2002–2006) studiorakennusten, konferenssitilojen ja elokuva- ja televisioalan oppilaitoksen valmistumisen jälkeen.

(25) Näiden vaiheiden rakennuskustannuksiksi arvioitiin 16,9 miljardia pesetaa (101,7 miljoonaa euroa). Tähän eivät sisältyneet rakennusmaan kustannukset, ja liiketoimintasuunnitelman mukaan niitä koskevat laskelmat saattoivat vaihdella noin 30 prosenttia. Hankkeen loppuunsaattamiseksi tarvittavista myöhemmistä vaiheista ei esitetty kustannuslaskelmia.

(26) Tämän liiketoimintasuunnitelman perusteella SPTCV teki vuosina 2000–2004 investointeja tai investointisitoumuksia Ciudad de la Luziin lisäämällä osakepääomaa ja ostamalla maata yhteensä 104 259 759 euron arvosta. Tätä käsitellään tarkemmin johdanto-osan 53 kappaleessa.

(27) Koska rakentaminen kesti kaksi vuotta odotettua kauemmin ja investointien aikataulua muutettiin vastaamaan niiden huomattavaa lisäystä, Ciudad de la Luz/SPTCV tilasi vuonna 2004 Consultialta uuden tutkimuksen ja liiketoimintasuunnitelman ([13]). Myös Consultian tutkimuksessa tultiin hankkeen kannattavuuden suhteen myönteiseen tulokseen, ja kaudelle 2004–2014 tehdyn liiketoimintasuunnitelman mukaan SPTCV:n investoinnit tuottaisivat voittoa vuoteen 2014 asti ja pidemmällä aikavälillä.

(28) SPTCV osti heinäkuussa 2004 Producciones Aguamarga SL:n omistamat Ciudad de la Luz SA:n osakkeet 139 059 eurolla. Toisin kuin SPTCV, Producciones Aguamarga SL ei ollut tehnyt Ciudad de la Luz SA:han lisäinvestointeja alkuperäisen, marraskuussa 2000 tekemänsä 150 000 euron suuruisen investoinnin jälkeen. Näin ollen Producciones Aguamarga SL:n osakeosuus Ciudad de la Luz SA:sta oli enää 0,2 prosenttia, kun SPTCV:n osti sen. Tämän transaktion jälkeen yhtiö oli kokonaan julkisessa omistuksessa, ja sen nimi muuttui Ciudad de la Luz SAU:ksi.

([7]) Lähde: Hollywood Reporter -lehden artikkeli "Let there be light" – 31. lokakuuta 2006: http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371.

([8]) Espanjan 28 päivänä huhtikuuta 2008 toimittaman vastauksen liite I: "La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento" (Estudios e Investigationes Audiovisuales – tammikuu 1999).

([9]) Espanjan 28 päivänä huhtikuuta 2008 toimittaman vastauksen liite IV: "Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana – Executive Summary" (PriceWaterhouseCoopers – 30. tammikuuta 2000).

([10]) Espanjan 28 päivänä huhtikuuta 2008 toimittaman vastauksen liite II: "Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana – Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto" (Arthur Andersen -yhtiö – päiväämätön).

([11]) Espanjan 28 päivänä huhtikuuta 2008 toimittaman vastauksen liite III: "Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana" (Arthur Andersen -yhtiö – päiväämätön).

([12]) Ks. alaviite 10.

([13]) Espanjan 28 päivänä huhtikuuta 2008 toimittaman vastauksen liite VI: "Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004–2014" (Consultia IT – 7. toukokuuta 2004).

(29) Työaikataulun ja liiketoimintasuunnitelman muutosten perusteella SPTCV myönsi ainoana osakkeenomistajana kaksi osakkuuslainaa, 95 miljoonaa euroa vuonna 2005 ja 20 miljoonaa euroa vuonna 2007. Espanjan viranomaisten huhtikuussa 2012 toimittama Ciudad de la Luz SAU:n kirjanpito 31 päivään joulukuuta 2010 asti osoittaa, että SPTCV investoi edelleen yhteensä 45 829 840 euroa vaihtovelkakirjoihin vuosina 2008–2010. Kirjanpito osoittaa myös, että SPTCV:llä oli korkosaatavia vuosien 2005 ja 2007 osakkuuslainoista yhteensä 7 222 160 euroa vuosilta 2009 ja 2010. Lisäksi vaihtovelkakirjoista oli kertynyt 31 päivään joulukuuta 2010 mennessä 1 814 187 euroa maksamattomia korkoja. Näin ollen SPTCV:n Ciudad de la Luziin julkisin varoin tekemät investoinnit, myönnettyjen lainojen korot mukaan lukien, olivat vuoden 2010 lopussa yhteensä 274 125 946 euroa.

Ciudad de la Luzin liikestrategia ja liiketoiminnan tulos

(30) Vuoden 2000 liiketoimintasuunnitelmassa Ciudad de la Luzin tavoitteena oli tulla kapasiteetiltaan Euroopan toiseksi suurimmaksi studiokokonaisuudeksi (Pinewoodin jälkeen) ja houkutella espanjalaisia tuotantoja (elokuvat, televisio ja mainokset) sekä niitä täydentämään vuosittain kuusitoista ulkomaista elokuvatuotantoa (EU:sta ja Yhdysvalloista). Vuoden 2004 tarkistetussa liiketoimintasuunnitelmassa katsottiin, että yhtenä Ciudad de la Luzin strategisista tavoitteista olisi oltava suurien elokuva- ja televisiotuotantojen hankkiminen sen pääasiakkaiksi.

(31) Vuoden 2004 liiketoimintasuunnitelmassa Ciudad de la Luzin tärkeimpinä kansainvälisinä kilpailijoina pidettiin Yhdysvaltojen ulkopuolella sijaitsevia suuria studioita ja etenkin niitä, joiden ominaisuudet vastaavat Ciudad de la Luzin ominaisuuksia. Tällaisia ovat Pinewood-Shepperton (Yhdistynyt kuningaskunta), Cinecittà (Italia), Barrandov (Tšekki), Babelsberg (Saksa), Cinecite Montreal & Lions Gate (Kanada) ja Warner Roadshow & Fox (Australia).

(32) Alkuperäisessä vuoden 2000 liiketoimintasuunnitelmassa studiopalveluista (kuten ulkokuvausalueen vuokraamisesta ja työpajan käytöstä) perittävien maksujen suunniteltiin olevan suurin piirtein samaa tasoa kuin vastaavien EU:ssa sijaitsevien studioiden (eli Shepperton- ja Elstree-studioiden Yhdistyneessä kuningaskunnassa ja Babelsberg-studion Saksassa) perimät maksut. Vuoden 2004 tarkistetussa liiketoimintasuunnitelmassa esitetään myös strateginen hinnoittelumalli, jossa viitataan kansainvälisesti arvostettujen studioiden perimiin hintoihin ja jonka hinnat ovat 15–20 prosenttia halvemmat kuin alan johtavien studioiden (yhdysvaltalaiset studiot ja Pinewood-studio Yhdistyneessä kuningaskunnassa), mutta 50–100 prosenttia kalliimmat kuin EU:ssa sijaitsevien studioiden (Barrandov Tšekissä ja Babelsberg Saksassa).

(33) Käytännössä Ciudad de la Luzin liiketoimintastrategian kansalliset ja kansainväliset tavoitteet eivät ole toteutuneet. Vuosien 2005 ja 2009 välisenä aikana Ciudad de la Luzissa kuvatuista 33 elokuvasta 28 oli espanjalaisia tuotantoja ja vain viisi EU:n jäsenvaltioiden yhteistuotantoja (Kreikka, Ranska). Suurten eurooppalaisten yhteistuotantojen, esimerkiksi Asterix olympialaisissa, ja äskettäisen yhdysvaltalais-espanjalaisen yhteistuotannon muodostamia satunnaisia kohokohtia lukuun ottamatta Ciudad de la Luzissa sen avaamisesta elokuussa 2005 lähtien kuvatut elokuvat ovat olleet pääasiassa kansallisia espanjalaisia tuotantoja.

(34) Huolimatta vuoden 2004 liiketoimintasuunnitelmassa esitetyistä näkymistä, joiden mukaan 2010 olisi ollut ensimmäinen vuosi, jolloin liiketoiminnan tulos olisi (hieman) positiivinen, Ciudad de la Luzin kaupallinen toiminta on ollut tähän asti tappiollista. Ciudad de la Luzin tappiot olivat vuoden 2010 lopussa yhteensä 84 miljoonaa euroa, vaikka vuoden 2004 liiketoimintasuunnitelmassa oli ennustettu, että tuohon ajankohtaan mennessä se olisi tuottanut yhteensä 12 miljoonaa euroa voittoa. Verrattuna edellä mainittuihin studioihin Ciudad de la Luz ei ole toistaiseksi onnistunut houkuttelemaan suunnitellusti muita kuin espanjalaisia tuotantoja, ja Espanjan kysynnän osaltakaan tulokset eivät vastaa odotuksia. Myös liiketoiminnan tappiot ovat odotettua suuremmat.

Menettelyn aloittamisen syyt

(35) Komissio aloitti tutkinnan kantelija A:n vuonna 2007 sekä kantelija B:n myöhemmin tekemien kantelujen johdosta. Molemmat kantelijat ovat merkittäviä elokuva-alan toimijoita eri jäsenvaltioissa. Kanteluissa väitettiin, että Ciudad de la Luzin julkinen rahoitus ja erityisesti Ciudad de la Luzin käyttöön ottamat elokuvakohtaiset kannustimet ovat sääntöjenvastaista valtiontukea.

(36) Kuten edellä todettiin, komission aloittaessa muodollisen tutkintamenettelyn helmikuussa 2008 ainoa Espanjan viranomaisten toimittama investointipäätöksen peruste oli Consultian tekemä liiketoimintasuunnitelma, joka toimitettujen tietojen mukaan oli laadittu vuonna 2002. Alustavan arvioinnin jälkeen komissiolla oli vakavia epäilyksiä sen suhteen, olisiko markkinasijoittaja investoinut hankkeeseen yhtä suuren summan samoilla ehdoilla kuin Valencian aluehallitus.

(37) Kun tarkastellaan tuen mahdollista soveltuvuutta sisämarkkinoille, komissiolla ei ole ollut käytössään tietoja, joiden avulla se olisi voinut tarkistaa, täyttyivätkö Valencian alueeseen kyseisenä aikana (2000–2004) sovellettujen alueellisia valtiontukia koskevien suuntaviivojen

ehdot. Komissio epäili myös, voitiinko asiaan soveltaa SEUT-sopimuksen 107 artiklan 3 kohdan d alakohdassa mainittua kulttuuria koskevaa poikkeusta, sillä Ciudad de la Luz ei edistänyt kulttuuria tai kulttuuriperinnön säilyttämistä, sitä voitiin käyttää kaikentyyppisiin audiovisuaalisiin töihin, myös mainoksiin, ja se kilpaili muiden toimijoiden kanssa kaupallisista tuotannoista.

(38) Komissio totesi myös, että Ciudad de la Luzissa tehtävien kuvausten kannustinjärjestelmä saattoi olla valtiontukea, jolloin kyseiset elokuvatuottajat ovat tuensaajia. Elokuvakohtaiset kannustimet oli kohdennettu tietylle tietyssä paikassa toteutettavalle toiminnalle tuntemattomin perustein, eivätkä ne siten ilmeisesti noudattaneet komission ”elokuvatiedonannossa” vahvistettuja sääntöjä.

III **ASIANOMAISTEN HUOMAUTUKSET**

(39) Komissio sai huomautuksia yhteensä kymmeneltä asianomaiselta osapuolelta. Neljä niistä harjoittaa elokuvastudioliiketoimintaa muissa jäsenvaltioissa kuin Espanjassa (kantelija A, kantelija B, Barrandov Studio ja Mediterranean Film Studios Limited), viisi toimii Espanjan elokuva-alalla (Federación de Asociaciones de Productores Audiovisuales Españoles – FAPAE, Associacio de directors de cinema valencians, Empreses audiovisuals valencianes federades – EAVf, association Productors audiovisuals valencians andja Sociedad Proyectos Tematicos de la Comunidad Valenciana – SPTCV SAU) ja yksi oli kansallinen elokuva-alan rahoitus- ja hallintoelin (UK Film Council).

Aktiivisten elokuvastudioiden huomautukset

(40) Kantelija B ilmaisee 25 päivänä kesäkuuta 2008 toimittamissaan luottamuksellisissa huomautuksissa huolestuneisuutensa tuesta, jonka avulla Ciudad de la Luz rakennettiin ja jonka turvin se nykyisin toimii. Kantelija katsoo, että komission tutkintamenettelyä aloittaessaan toteuttamat toimenpiteet ovat erittäin tärkeitä kantelijan yhtiölle ja koko alalle.

(41) Kantelija A rajasi 30 päivänä kesäkuuta 2008 päivätyissä luottamuksellisissa huomautuksissa perusteellista tutkintaa koskevat huomautuksensa neljään aiheeseen: i) studioiden rahoituskustannukset, ii) ”uusyrityksen” rahoitusta koskeva toimintatapa, iii) lopullinen luovutushinta ja iv) Ciudad de la Luzin myöntämät muut kannustimet. Kantelijan näkemyksen mukaan ”yksityinen sijoittaja pitäisi jopa vakiintunutta ja voitollista studioliiketoimintaa vähintään keskitason riskin investointina […]. Tämä perustuu siihen, että vaikka studioliiketoiminta on omaisuusvakuudellista […], sen operatiivinen velkaantuminen on todennäköisesti suurta, mikä tekee tuottojen ennustamisesta vaikeaa. Myös elokuvatuotantoalan syklisen luonteen kaltaiset tekijät lisäävät epävarmuutta.”

(42) Kantelija A:n mukaan noin 15 prosentin pääomakustannusten painotettu keskiarvo voisi olla sopiva vakiintuneelle studioyritykselle, joskin ”[kantelija A:n] yksityisten pääomasijoittajien odottama tuotto oli tätä korkeampi”. Yksityinen sijoittaja pitäisi aloittavaa studioyritystä ”keskitason tai korkean riskin sijoituskohteena ja odottaisi sen vuoksi investoinnilleen selvästi korkeampaa tuottoa (joskin tietty tuottojen odotusaika olisi hyväksyttävä). Koska uusyritysten mahdollisuudet saada luottoja tavanomaisista lähteistä ovat yleensä rajalliset (tai olemattomat), korkeampi pääoman tuottovaatimus ja alempien velkakulujen puute yleensä nostavat niiden pääomakustannusten painotettua keskiarvoa.”

(43) Menettelyn aloittamispäätöksessä mainittua Ciudad de la Luzin lopullista luovutushintaa kantelija A piti epärealistisena. Se väitti myös, että yksityinen sijoittaja pitäisi yleensä epätavallisena, että yli 12–15 suuruinen tulosperusteinen arvostuskerroin ennen korkoja ja veroja olisi hyvä arvostusperuste.

(44) Tuotantojen houkuttelemiseksi myönnetyistä kannustimista kantelija A väitti, että niillä on ilmeisesti tosiasiallisesti tuettu ammattitaitoisen teknisen ja tukihenkilöstön – joita väitteen mukaan Valencian alueella ei ole – tuomisesta paikalle aiheutuneita elokuvatuotantoyhtiöiden kuluja. Kantelija A katsoi, että kannustimet haittaavat vakavasti kilpailua, koska studioiden olisi ollut vaikeampaa houkutella elokuvatuotantoja ilman niitä.

(45) Ensimmäisissä 25 päivänä kesäkuuta 2008 toimittamissaan huomautuksissa Barrandov Studio korosti, että väitetty tuki vääristää asianomaisia markkinoita ja asettaa muut kilpailijat epäedulliseen asemaan, ja pyysi asian monimutkaisuuden vuoksi lisäaikaa toimittaakseen lisähuomautuksia. Komissio sai nämä huomautukset 15 päivänä syyskuuta 2008. Barrandov Studio yhtyi kantelija A:n kantelun perusteisiin ja korosti, että kuvausstudioiden koko ja määrä viittaa siihen, että Ciudad de la Luz keskittyy yhdysvaltalaisiin suuren budjetin elokuviin pikemmin kuin espanjalaisiin tuotantoihin. Se, että Alicantessa

on Madridiin tai Barcelonaan verrattuna vähän elokuva-alan ammattilaisia ja infrastruktuuria, ei tue sitä, että paikka olisi loogisesti valittu. Strategisesti studiotoimintaan investoiva sijoittaja jakaisi asiakaskuntansa paikallisiin asiakkaisiin, jotka tuottavat vakaat tulot, ja ulkomaisiin asiakkaisiin, jotka keskittyvät suuriin ulkomaisiin tuotantoihin. Ciudad de la Luz soveltaa päinvastaista strategiaa, joka perustuu studiopalveluiden tarjoamiseen erittäin halvoin hinnoin perustamiskustannuksista piittaamatta. Koska alalla on vaikeaa ennustaa tulokehitystä 3–5 vuotta kauemmas, yksityinen sijoittaja olisi tämän epävarmuuden vuoksi lisäksi vaatinut paljon nopeampia tuottoja. Barrandovin mielestä tätä väitettä tukee luottamuksellinen liiketoimintasuunnitelma, joka havainnollistaa sen äskettäistä investointia uusiin studioihin. Investointi tehtiin sen olettamuksen perusteella, että se tuottaisi nettotuloja toisesta toimintavuodesta lähtien ja että sen takaisinmaksuaika olisi vähemmän kuin 8 vuotta. Barrandov ei myöskään nähnyt mitään järkevää selitystä sille tuottomäärälle (341 miljoonaa euroa), jonka Espanjan viranomaiset odottavat syntyvän vuoteen 2014 mennessä.

(46) Mediterranean Film Studios Limited kommentoi 27 päivänä kesäkuuta 2008 toimittamissaan huomautuksissa vain Ciudad de la Luzin ilmoittamia vesikuvausaltaita. Yhtiö väitti, että sen omat vesikuvausaltaat ovat ainutlaatuisia Euroopassa ja verrattavissa vain Fox-yhtiön Kalifornian niemimaalla Meksikossa oleviin kuvausaltaisiin. Koska yhtiön vesikuvausaltaiden vuotuinen käyttöaste on alhainen, se esitti, että sen oman ja alalla vallitsevan yleisen näkemyksen mukaan Välimeren alueella tai Euroopassa on jo riittävästi vesikuvausaltaita.

Espanjan elokuva-alalla toimivien osapuolien huomautukset

(47) Federación de asociaciones de productores audiovisuales españoles, jäljempänä 'FAPAE', katsoi 30 päivänä kesäkuuta 2008 päivätyissä huomautuksissaan, että Ciudad de la Luz on lisännyt kilpailua suurten tuotantolaitosten markkinoilla. Sen mukaan kantelijat vain haluavat säilyttää markkina-asemansa ja estää sellaisten kilpailijoiden markkinoillepääsyn, jotka tarjoavat niiden Euroopan markkinoita hallitseville studioille uskottavia ja hinnaltaan edullisia vaihtoehtoisia palveluja. FAPAE väitti myös, että Barrandovin, Cinecittàn, Babelsbergin tai Mafilmsin kaltaiset studiot ovat saavuttaneet markkina-asemansa ja maineensa eri muodoissa annetun julkisen tuen turvin (muun muassa julkisen sektorin tarjoaman osakepääomaosuuden avulla). Yleisemmällä tasolla FAPAE korosti, että kulttuurisen monimuotoisuuden ylläpitäminen oikeuttaa vahvat julkiset tukitoimet tällä alalla. Se väitti etenkin, että Ciudad de la Luz tarjoaa Espanjassa espanjalaisille tuotantoyhtiöille kehittyneitä ja alansa huippua edustavia palveluja, jotka yhtiöiden muutoin olisi hankittava ulkomailta kalliimmalla. Väitteeseen, jonka mukaan Ciudad de la Luz on kohdennettu suurtuotannoille, FAPAE vastasi, että Ciudad de la Luz hyödyttää suuresti espanjalaisia pienen budjetin tuotantoja ja keskittyy kansalliseen tai paikalliseen kulttuuriin edistäen siten entisen 87 artiklan 3 kohdan d alakohdassa (nykyisin 107 artiklan 3 kohdan d alakohta) mainittuja tavoitteita. Empreses audiovisuals valencianes federades (EAVf) -järjestön 21 päivänä toukokuuta 2008 päivätyt sekä Productors audiovisuals valencians -järjestön 16 päivänä toukokuuta 2008 päivätyt huomautukset noudattelevat pääosin, joskus sanatarkasti, FAPAE:n huomautuksia.

(48) Associaciò de directors de cinema valencians korosti 5 päivänä kesäkuuta 2008 päivätyissä huomautuksissaan, että Yhdysvaltojen elokuvateollisuuden hallitseva asema syrjii eurooppalaisia tuotantoja monin erilaisin väitetyin väärinkäytöksin. Sen mielestä tarvitaan korjaavia toimenpiteitä, jotta eurooppalaiset kulttuuriteokset voivat kilpailla tasavertaisin edellytyksin. Järjestö väitti, että Ciudad de la Luzia tukevat julkiset toimet ovat erittäin merkittäviä tässä suhteessa ja hyödyttävät Euroopan, Espanjan ja Valencian elokuvatuotantoa ja niiden kulttuuri-identiteettien vaalimista.

(49) Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU:n (joka omistaa 100 prosenttia Ciudad de la Luz SAU:sta ja on itse Comunidad Valencianan omistama) 23 päivänä kesäkuuta 2008 päivätyissä huomautuksissa lähinnä toistetaan samat toissijaiset argumentit ja nojaudutaan Espanjan esittämään näyttöön. Sen huomautuksissa painotettiin erityisesti seuraavia näkökohtia: Ensinnäkin se, että käytettävissä olevien tutkimusten mukaan eräs yksityinen sijoittaja rahoitti hanketta sen alussa vuonna 2000, osoittaa, että julkisten viranomaisten investoinneissa noudatettiin yksityisen sijoittajan logiikkaa. Sekä vuonna 2000 että vuonna 2004 tehtyjen tutkimusten päätelmissä todettiin varauksetta, että hanke oli kannattava. Toiseksi tietyille elokuville tarjotut kannustimet ovat uuden yrityksen ollessa kyseessä kaupallisesti perusteltuja, ja ne myönnetään "sponsorointisopimuksena" sellaisia myynninedistämistoimia vastaan, joilla saadaan tuottoa studioiden tunnetuksi tekemisen muodossa sekä kannustimien saajien maksamina mainoskuluina. Tätä koskevassa tutkimuksessa sponsorointisopimusten Ciudad de la Luzille tuottaman taloudellisen tuoton määräksi arvioitiin […] (*) miljoonaa euroa.

(*) Päätöksen salassa pidettävät osat esitetään hakasuluissa […].

Kansallisten elokuva-alan rahoituselinten huomautukset

(50) UK Film Council totesi 25. kesäkuuta 2008 päivätyssä kirjeessään, että päätös aloittaa muodollinen tutkintamenettely oli perusteltu.

IV ESPANJAN HUOMAUTUKSET

(51) Kun muodollinen tutkintamenettely oli aloitettu, Espanjan viranomaiset paljastivat, että alkuperäinen investointipäätös perustui vuonna 2000 laadittuun liiketoimintasuunnitelmaan eikä niiden aiemmin toimittamaan liiketoimintasuunnitelmaan. Kyseinen liiketoimintasuunnitelma oli tutkimus, joka oli tehty vuonna 2004, ei siis vuonna 2002, kuten Espanjan viranomaiset olivat aikaisemmin komissiolle ilmoittaneet.

(52) Vuoden 2004 tutkimukseen mennessä hankkeeseen oli jo investoitu yli 90 miljoonaa euroa. Näin ollen Espanjan viranomaiset väittävät, että on tehty kaksi investointipäätöstä: yksi vuonna 2000 hankkeen ensimmäisestä vaiheesta ja toinen vuonna 2004 hankkeen suunnitellusta laajentamisesta.

(53) Ciudad de la Luziin tehtyjen investointien aikataulu, sellaisena kuin Espanjan viranomaiset ovat sen viimeksi huhtikuussa 2012 päivittäneet, oli seuraava:

Päivämäärä	Kuvaus	Julkinen investointi (euroa)
24.10.2000	Valencian alue päättää rakentaa Ciudad de la Luzin.	—
2.11.2000	Ciudad de la Luz SA perustetaan (Parque Temático de Alicante SAU omistaa siitä 75 prosenttia ja Producciones Aguamarga SL 25 prosenttia).	450 000 [75 prosenttia 600 000:sta]
21.11.2001	Parque Temático de Alicante SAU tekee yksipuolisen sijoituksen, joka kasvattaa Ciudad de la Luz SA:n pääomaa 9 miljoonalla eurolla (ja nostaa omistusosuutensa 98,4 prosenttiin).	9 000 000
6.2.2003	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU [1] tekee yksipuolisen sijoituksen, joka kasvattaa Ciudad de la Luz SA:n pääomaa 30 miljoonalla eurolla (ja nostaa omistusosuutensa 99,6 prosenttiin).	30 000 000
4.5.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU tekee yksipuolisen sijoituksen, joka kasvattaa Ciudad de la Luz SA:n pääomaa 54 870 660 eurolla (ja nostaa omistusosuutensa 99,8 prosenttiin).	54 870 660
23.7.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU hankkii Producciones Aguamarga SL:n hallussa olevan 0,2 prosentin omistusosuuden (jonka nimellisarvo on 150 000 euroa) Ciudad de la Luz SA:sta 139 059 eurolla (ja nostaa omistusosuutensa 100 prosenttiin).	139 059
9.3.2005	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU luovuttaa maa-alueen, jolle studiot rakennettiin, Ciudad de la Luz SA:lle, ja kasvattaa siten pääomaa 9 800 040 eurolla (vaikka maa-alueen arvoksi oli Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU:n kirjanpidossa merkitty 1 030 856 euroa). Ennen tätä päivämäärää hanke oli jo saanut Valencian aluehallitukselta luvan rakentaa studiot kyseiselle maa-alueelle.	9 800 040
Kesä 2005	Ciudad de la Luz SA aloittaa toimintansa elokuvastudiona.	—
28.4.2005	95 miljoonan euron osakkuuslaina	95 000 000
26.12.2007	20 miljoonan euron osakkuuslaina	20 000 000
30.6.2008	Vaihtovelkakirjalainan liikkeeseenlasku, johon sisältyi mahdollisuus muuntaa vaihtovelkakirjat osakkeiksi 31 päivään joulukuuta 2008 mennessä	10 000 000

Päivämäärä	Kuvaus	Julkinen investointi (euroa)
2.1.2009	Vaihtovelkakirjalainan liikkeeseenlasku, johon sisältyi mahdollisuus muuntaa vaihtovelkakirjat osakkeiksi 30 päivään kesäkuuta 2009 mennessä	10 000 000
17.3.2009	Enintään 30 miljoonan euron suuruisen vaihtovelkakirjalainan liikkeeseenlasku, johon sisältyi mahdollisuus muuntaa vaihtovelkakirjat osakkeiksi 30 päivään joulukuuta 2009 mennessä	25 829 840
31.12.2010	Osakkuuslainojen maksamattomat korot vuosilta 2009 ja 2010	7 222 160
31.12.2010	Muuntamattomien lainojen maksamattomat korot vuosilta 2009 ja 2010	1 814 187
	Yhteensä	274 125 946

(1) Yhtiön aikaisempi nimi oli Sociedad Parque Temático de Alicante, SAU.

(54) Espanjan viranomaiset pyrkivät vastauksissaan pääasiassa osoittamaan, että investointi ei ole valtiontuki, koska markkinasijoittaja olisi investoinut hankkeeseen samoin ehdoin (markkinataloussijoittajaperiaatetta soveltaen). Ne ovat toimittaneet talouskonsulttiyritys LECG:n raportteja tämän näkemyksen tueksi.

(55) Vaikka komissio katsoi, että ainakin osa investoinnista oli valtiontukea, Espanjan mukaan kaikki Ciudad de la Luzissa kuvatut elokuvat täyttivät Valencian elokuvakannustimille asetetut kulttuuria koskevat kriteerit, jotka komissio hyväksyi huhtikuussa 2008, joulukuussa 2008 ja heinäkuussa 2009 ([14]). Espanjan mukaan SEUT-sopimuksen 107 artiklan 3 kohdan d alakohdassa myönnettyä kulttuuria koskevaa poikkeusta voidaan soveltaa investointitukeen elokuvatuotantoa edeltävissä tai sitä seuraavissa vaiheissa.

(56) Espanja huomauttaa myös, että Ciudad de la Luzin julkiseen rahoitukseen ja elokuville tarjottuihin kannustimiin mahdollisesti sisältyvää tukea olisi tarkasteltava ottaen huomioon vääristävät vaikutukset, joita komission muissa jäsenvaltioissa hyväksymät, suuria elokuvatuotantoja Ciudad de la Luzin kilpailijoille houkuttelevat kansalliset elokuva-alan tukijärjestelmät aiheuttavat ([15]).

(57) Espanja väittää myös, että tuolloin (1998) sovelletut alueellisia valtiontukia koskevat suuntaviivat olisivat sallineet investointihankkeelle 36 prosentin tuki-intensiteetin. Sen mukaan myös myöhemmin vuonna 2002 annetuissa suurien investointihankkeiden alueellista tukea koskevissa monialaisissa puitteissa asetetut lisäehdot täyttyivät. Ne edellyttivät alle 25 prosentin markkinaosuutta ja markkinoiden kapasiteetin lisääntymistä enintään 5 prosentilla

(58) Espanja toimitti toisen LECG:n laatiman raportin, jossa arvosteltiin komission yksikköjen analyysiä vuoden 2004 liiketoimintasuunnitelmasta. LECG arvosteli komission yksiköiden tekemää analyysiä ja esitti tietoja ja riskitekijöitä koskevia vaihtoehtoisia arvoja sekä takautuvia hinta-arvioita maa-alueesta, jolle Ciudad de la Luz rakennettiin.

(59) Komission yksikköjen tekemässä toisessa talousanalyysissä tarkasteltiin vuoden 2000 liiketoimintasuunnitelmaa ja Espanjan toimittamia takautuvia maa-alueen hinta-arvioita. Lisäksi komissio teetti riippumattomalla konsulttiyhtiöllä riippumattoman taloudellisen arvioinnin markkinataloussijoittajatestistä. Riippumaton raportti lähetettiin Espanjan viranomaisille 30 päivänä syyskuuta 2011.

(60) Espanjan viranomaiset toistivat menettelyn aloittamista koskevaan päätökseen esittämissä huomautuksissa esittämänsä kannan, jonka mukaan Ciudad de la Luzin kannattavuusnäkymiä olisi vertailtava sen tärkeimpiin EU:ssa toimiviin elokuvastudioalan kilpailijoihin (esimerkiksi Babelsberg ja Pinewood) eikä, kuten Ecorys ([16]) tekee, yhdysvaltalaisiin audiovisuaalialan monialaryhmittymiin (Time Warner, Disney) ([17]). Espanjan viranomaiset katsovat, että tämän vertailuanalyysin olisi perustuttava yleisesti saatavilla oleviin tietoihin (esimerkiksi Bloomberg) niiden investointipäätösten tekoajankohdalta (eli vuosilta 2000 ja 2004, ei vuodelta 2008). Lisäksi ne väittivät, että

([14]) Valtiontukipäätökset N 379/07 (2.4.2008), N 309/08 (15.12.2008) ja N 108/09 (30.7.2009).

([15]) Kansallinen tuki voi Yhdistyneessä kuningaskunnassa olla jopa 24 prosenttia ja Saksassa 20 prosenttia tuotantokustannuksista. Komissio käsittelee elokuvatiedonannon tarkistuksessa kansallisten elokuva-alan tukijärjestelmien välistä tukikilpailua, jolla pyritään saamaan maahan suuntautuvia investointeja suurilta elokuvatuotannoilta.

([16]) Talouskonsulttiyritys Ecorys laati tästä tapauksesta riippumattoman tutkimuksen. Tätä käsitellään tarkemmin V osassa.

([17]) Ecorys sisällyttää vertailuanalyysiin kuitenkin myös eurooppalaiset Babelsbergin studiot yhdessä muiden maailmanlaajuisten yhtiöiden kanssa.

lukuisat väärinkäsitykset tai tekniset virheellisyydet vievät pohjan Ecorysin tutkimuksen päätelmiltä ([18]). Espanjan viranomaiset väittivät, että jos nämä virheet korjataan ja suoritetaan asianmukainen vertailuanalyysi kilpailijoiden kanssa, aikoinaan käytettävissä olleiden tietojen perusteella tehdyn investointipäätöksen kannattavuusnäkymät täyttävät markkinataloussijoittajaperiaatteen vaatimukset.

V **ARVIOINTI TUESTA**

(61) SEUT-sopimuksen 107 artiklan 1 kohdan mukaan ”jäsenvaltion myöntämä taikka valtion varoista muodossa tai toisessa myönnetty tuki, joka vääristää tai uhkaa vääristää kilpailua suosimalla jotakin yritystä tai tuotannonalaa, ei sovellu sisämarkkinoille, siltä osin kuin se vaikuttaa jäsenvaltioiden väliseen kauppaan”. Jotta jonkin toimenpiteen voidaan katsoa olevan valtiontuki, sen on tämän mukaisesti täytettävä kaikki seuraavat edellytykset: 1) se on myönnettävä valtion varoista, 2) sen on tuotettava yrityksille taloudellista etua, 3) edun on oltava valikoiva ja vääristettävä tai uhattava vääristää kilpailua, 4) toimenpiteen on vaikutettava yhteisön sisäiseen kauppaan.

Taloudellinen etu

(62) Kuten edellä todettiin, Espanjan viranomaiset katsoivat, että toimenpide ei ole valtiontukea, koska se täyttää markkinataloussijoittajaperiaatteen vaatimukset. Vaatimuksissa otetaan huomioon, olisiko markkinasijoittaja investoinut hankkeeseen samoin ehdoin kuin julkinen sijoittaja julkista investointia koskevan päätöksen tekoajankohtana. Tässä suhteessa on merkityksellistä, että hankkeessa oli alun perin mukana yksityinen sijoittaja ([19]) ja että Espanjan viranomaiset olivat teettäneet useita tutkimuksia, joiden mukaan hanke tuottaisi positiivisen kassavirran (ks. johdanto-osan 22 kappale).

(63) Kuten johdanto-osan 17 kappaleessa huomautettiin, Ciudad de la Luzin tapauksessa yksityinen sijoittaja (hallinnointiyhtiö) omisti 25 prosenttia hankkeesta (eli 150 000 euroa alkuperäisestä 600 000 euron osakepääomasta). Tämä yksityinen sijoittaja kuitenkin vetäytyi hankkeesta, ennen kuin se itse antoi mitään lisärahoitusta (SPTCV osti sen omistusosuuden vuonna 2004). Sen jälkeen mikään muu yksityinen sijoittaja ei investoinut hankkeeseen.

(64) Sitä, että ainoa saatavilla ollut yksityinen sijoittaja sijoitti hankkeeseen vain marginaalisen summan ja vetäytyi hankkeesta, kun suurin osa investoinnista oli vielä tekemättä, voidaan ensi näkemältä pitää näyttönä siitä, että yksityinen sijoittaja ei olisi toteuttanut tällaista hanketta kyseisenä ajankohtana vallinnein ehdoin. Lisäksi tämän yksityisen sijoittajan tilanne oli hyvin erikoislaatuinen (eikä siten vastannut oikeuskäytännössä tarkoitettua markkinasijoittajaa), koska se vastasi myös hankkeen käynnistämisestä, rakennustöiden valvonnasta ja studioiden myynninedistämisestä hallintomaksua vastaan. Tämä tarkoittaa, että sen alkuperäinen investointi saattoi erikseen tarkasteltuna olla järkevä muista syistä kuin pelkän kannattavuuden vuoksi.

(65) Yksityisen osakkeenomistajan puuttuessa alueviranomainen teki investointipäätöksensä konsulttiyrityksen tutkimusten tulosten perusteella. Pelkkä tällaisten tutkimusten olemassaolo ei kuitenkaan riitä markkinataloussijoittajaperiaatteen vaatimusten täyttämiseen. Ennen Ciudad de la Luziin sijoitettujen summien suuruusluokkaa olevien investointien tekemistä yksityisen sijoittajan voidaan odottaa tutkivan perusteellisesti liiketoimintasuunnitelman ja oletukset, joihin tällaiset tutkimukset perustuvat. Yksityisen sijoittajan olisi arvioitava itse, ovatko liiketoimintasuunnitelman perusteina käytetyt oletukset asianmukaisia tässä nimenomaisessa tapauksessa. Lisäksi yksityisen sijoittajan voidaan odottaa vertailevan Ciudad de la Luz -hankkeen odotettua tuottoa vaihtoehtoisten hankkeiden odotettuun tuottoon. Tällaista analyysiä ei tuolloin ollut tehty. Tällaista vertailua ei myöskään ollut mahdollista tehdä kyseisissä tutkimuksissa esitettyjen arvioitujen positiivisten kassavirtojen perusteella.

(66) Valtiontukitutkimusten yhteydessä oikeuskäytäntö edellyttää, että komission on itse arvioitava tosiasiat ([20]). Tästä syystä on tarpeen arvioida liiketoimen ajankohtana laadittujen raporttien pätevyyttä.

(67) Espanjan viranomaisten menettelyn aloittamista koskevan päätöksen jälkeen toimittamien raporttien mukaan näyttää siltä, että on tehty kaksi hanketta koskevaa investointipäätöstä. Ensimmäinen niistä tehtiin vuonna 2000 Arthur Andersen -konsulttiyhtiön vuonna laatiman liiketoimintasuunnitelman (joka kattoi investoinnit vuosina 2002–2006) pohjalta. Vuonna 2004 tilattiin Consultia-yhtiön raportti (joka kattoi toteutetut investoinnit vuosina 2002–2004 sekä vuosiksi 2004–2014 suunnitellut

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

([19]) Esimerkiksi asiassa Citynet Amsterdam komissio katsoi, että markkinasijoittajaperiaatteen ehdot täyttyivät, koska julkinen sijoittaja investoi hankkeeseen samoin ehdoin kuin yksityinen sijoittaja. 11 päivänä joulukuuta 2007 tehty komission päätös, C 53/2006.

([20]) Asiassa Valmont yhteisöjen ensimmäisen oikeusasteen tuomioistuin katsoi, että komissio ei olisi saanut tukeutua vain riippumattoman asiantuntijan arvion olemassaoloon, kun se arvioi, oliko erään maa-alueen myynti katsottava valtiontueksi. Ensimmäisen oikeusasteen tuomioistuimen mukaan komission olisi myös pitänyt tarkistaa sen todistusarvo, minkä ensimmäisen oikeusasteen tuomioistuin teki myöhemmin itse (asia T-274/01). Asioissa Hamsa (C-316/02) ja Lenzing (asia C-525/04) Euroopan yhteisöjen tuomioistuin tunnusti, että komissiolla on tietty harkintavalta taloudellisissa asioissa, mutta sen ”on tällöin tutkittava esitettyjen todisteiden aineellinen paikkansapitävyys, luotettavuus ja johdonmukaisuus.”

investoinnit). Tarkoituksena oli mahdollisesti selvittää, oliko hankkeeseen tarpeen tehdä lisäinvestointeja. Näin ollen on arvioitava molempien investointipäätösten osalta, olivatko ne markkinataloussijoittajaperiaatteen mukaisia.

(68) Komissio on arvioinut, olisiko hypoteettinen yksityinen sijoittaja investoinut Ciudad de la Luz -yhtiön perustamishankkeeseen. Markkinataloussijoittajaperiaatteen mukaan tehty investointi katsotaan valtiontueksi, jos valtion siitä saama odotettu korvaus on pienempi kuin mitä yksityinen sijoittaja olisi edellyttänyt kyseisestä nimenomaisesta hankkeesta.

(69) Hankkeen rahoittamiseksi sijoittajien on investoitava siihen pääomaa. Tämä pääoma maksaa ja aiheuttaa pääomakustannuksia. Tavallisesti pääomaa on kahta päätyyppiä: omaa pääomaa ja vierasta pääomaa (rahoituspääomaa). Kokonaispääomakustannukset ovat pääomakustannusten painotettu keskiarvo, jossa otetaan huomioon oman ja vieraan pääoman osuudet. Vieraan pääoman sekä oman pääoman kustannukset ovat odotettavissa olevia kustannuksia, eivät historiallisia kustannuksia. Ciudad de la Luzin tapauksessa hanke olisi liiketoimintasuunnitelman mukaan rahoitettu kokonaan omalla pääomalla. Näin ollen kokonaispääomakustannukset ovat yhtä kuin oma pääoma.

(70) Yksityinen pääomasijoittaja olisi ollut valmis sijoittamaan Ciudad de la Luziin, jos odotettu sisäinen tuottoaste ([21]) olisi ollut korkeampi tai sama kuin oman pääoman vaihtoehtoiskustannukset ([22]) (eli tuotto, jonka sijoittaja olisi voinut saada vastaavasta hankkeesta).

(71) Komissio on soveltanut Capital Asset Pricing Model -mallia saadakseen selville oman pääoman kustannukset. Oman pääoman kustannukset kuvaavat investoinnin vaihtoehtoiskustannuksia osakkeenomistajien investoidessa yrityksiin tai hankkeisiin, joiden liiketoiminta- ja rahoitusriski ovat samat (tai vastaavat) kuin tarkasteltavan hankkeen. Capital Asset Pricing Model -mallin (CAPM) mukaan oman pääoman kustannukset K_e olisi arvioitava seuraavan kaavan avulla:

$$K_e = R_f + ß(R_m - R_f)$$

Kaavassa R_f on riskitön korko, $(R_m - R_f)$ on markkinariskipreemio ja ß on beeta-arvo, joka on Ciudad de la Luzin osakkeisiin liittyvän systemaattisen (ei hajautettavissa olevan) riskin mittari ja kuvaa sekä liiketoiminta- että rahoitusriskiä.

(72) Riskittömänä korkona R_f käytetään normaalin markkinakäytännön ([23]) mukaisesti toimintamaan pitkäaikaista (yleensä 10 vuoden) valtionjoukkovelkakirjalainan korkoa (niitä pidetään riskittömimpinä sijoituksina). Tällaisten 10 vuoden joukkovelkakirjojen keskimääräinen vuosituotto Espanjassa oli 4,1 prosenttia vuonna 2004 ([24]). Markkinariskipreemiona olisi käytettävä historiallista markkinariskipreemiota kohtuullisen pitkältä ajalta. On normaali markkinakäytäntö laskea toimintamaan hajautetun osakeindeksin historiallisen tuoton ja riskittömän koron välinen erotus. Fernándezin (2004) ([25]) mukaan joukkovelkakirjojen historiallinen markkinariskipreemio Espanjassa (vuosina 1991–2003) vaihteli 6,8 prosentista 9,3 prosenttiin. Komissio arvioi markkinariskipreemion varovaisesti ja käytti tämän vaihteluvälin alinta arvoa eli 6,8 prosenttia. Saman kirjoittajan myöhempi julkaisu ([26]) tukee tämän arvon pätevyyttä, sillä sen mukaan vaadittu osakeriskipreemio oli 6–7 prosentin luokkaa vuosina 2000–2004.

(73) Beeta-arvon määrittämiseksi komissio käytti yleisesti saatavilla olevia tietoja Carrere Group- ([27]) ja Babelsberg-yhtiöistä, joiden Espanjan viranomaiset katsoivat olevan Ciudad de la Luzin suoria kilpailijoita. Ne olivat näitä kahta yhtiötä perusteellisesti tutkineiden rahoitusanalyytikkojen ilmoittamia lukuja. Näiden kahden beeta-arvon keskiarvo mukautettuna Ciudad de la Luzin rahoitusriskiprofiiliin antaa arvoksi noin 1,5. Tämä on varovainen lähestymistapa, sillä Ciudad de la Luziin tehtäviin investointeihin liittyy todennäköisesti suurempi

([21]) Sisäinen tuottoaste vastaa määritelmällisesti diskonttokorkoa, minkä vuoksi investoinnin nettonykyarvo on yhtä kuin nolla.

([22]) Brealey ja Myers, 2000, Principles of Corporate Finance, kuudes laitos (luku 5, s. 100).

([23]) Brealey ja Myers, 2000, Principles of Corporate Finance, kuudes laitos (luku 8).

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

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

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

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

epäsystemaattinen riski kuin kyseisiin kahteen muuhun studioon tehtäviin investointeihin. Cuidad de la Luz on uutta toimintaa luova investointi alueella, jolla ei ennestään ole espanjalaisia eikä kansainvälisiä elokuvatuottajia. Toisin sanoen Ciudad de la Luzin beeta-arvo on luultavasti korkeampi kuin sen kilpailijoiden.

(74) Edellä esitettyä kaavaa (ks. johdanto-osan 71 kappale) soveltamalla komissio määritti, että odotettavissa olevat oman pääoman kustannukset ovat noin 14,9 prosenttia.

(75) Vertailun vuoksi – tätä käsitellään liitteessä I – Espanja huomautti, että CAPM-mallin mukaan yksityinen sijoittaja edellyttäisi 3,75 prosentin riskipreemiota – eikä tuottoa – vuonna 2000 ja 2,07 prosentin riskipreemiota vuonna 2004. Tämä laskelma perustuu beeta-arvoon ß = 0,395. Beeta-arvo 1 edustaa kaikkien osakkeiden muodostamaa salkkua eli "keskimääräistä" osaketta. Beeta-arvo, joka on huomattavasti pienempi kuin 1, merkitsee siten erityisen vähäriskistä investointia. Espanja ei perustellut tätä oletusta eikä esittänyt sen tueksi mitään konkreettisia ja todennettavissa olevia tietoja.

(76) Kuten edellä (ks. johdanto-osan 70 kappale) todettiin, yksityinen sijoittaja investoisi vain hankkeeseen, jonka sisäinen tuottoaste on suurempi kuin pääoman vaihtoehtoiskustannukset. Komissio totesi, että vuoden 2000 liiketoimintasuunnitelmassa arvioitiin yksityiskohtaisesti vain hankkeen ensimmäiset vaiheet. Komissio päätyi analyysissaan (ks. liite 2) negatiiviseen nettonykyarvoon vuoden 2000 liiketoimintasuunnitelman perusteella ja hyväksyen siinä esitetyt kassavirrat sellaisenaan. Tämän perusteella yksityinen sijoittaja ei olisi investoinut hankkeeseen.

(77) Myös sisäistä tuottoastetta määrittäessään komissio soveltaa varovaista lähestymistapaa eikä kyseenalaista liiketoimintasuunnitelman oletuksia, etenkään ehdotetun hankkeen ennustettuja kassavirtoja. On kuitenkin syytä huomauttaa, että vuoden 2004 liiketoimintasuunnitelmissa ennustetut kassavirrat vaikuttavat perusteettoman optimistisilta, etenkin kun otetaan huomioon yhtiön vuosina 2002–2004 tekemät tappiot. ([28]) Komission käytettävissä olevien tietojen perusteella voidaan näin ollen arvioida, että vuoden 2004 liiketoimintasuunnitelmassa esitetyt odotetut kassavirrat olivat enimmäisarvioita ([29]). Hankkeen odotettu tuotto määräytyy sen kassavirtojen mukaan. Komissio hyväksyy myös Ciudad de la Luzin odotetun tuoton sellaisenaan. Se kuitenkin tarkisti pääomanhankinnan kustannukset, kuten jokainen järkevä yksityinen sijoittaja tekisi.

(78) Ciudad de la Luzin vuonna 2004 ehdottaman liiketoimintasuunnitelman perusteella hankkeen sisäinen tuottoaste on 5,74 prosenttia (ks. liite 1). Yksityinen sijoittaja, joka harkitsi investoimista Ciudad de la Luziin, jonka pääoman vaihtoehtoiskustannukset ovat vähintään 14 prosenttia (kuten edellä 73 kappaleessa laskettiin), ei olisi tehnyt tällaista investointia, koska sen sisäinen tuottoaste on alempi kuin pääoman vaihtoehtoiskustannukset.

(79) Lisäksi komissio laski Ciudad de la Luziin tehtävän investoinnin nettonykyarvon osoittaakseen, minkä arvoinen hanke suurin piirtein olisi yksityiselle sijoittajalle. Kaikkien investointipäätösten tavoitteena on löytää kiinteää omaisuutta, jonka arvo on suurempi kuin sen hinta, toisin sanoen investointeja, joiden odotettu tuotto ylittää pääoman vaihtoehtoiskustannukset. Jos näin ei ole, kuten Ciudad de la Luzin kohdalla, hankkeen arvo on negatiivinen eikä investointi ole kenenkään rationaalisesti toimivan yksityisen sijoittajan kannalta järkevä. Hankkeen nettonykyarvo ilmaisee, minkä arvoinen investointi on päätöksentekohetkellä, ja se lasketaan diskonttaamalla liiketoimintasuunnitelmassa ennustetut kassavirrat diskonttaustekijällä, joka on sama kuin pääomakustannukset. On siis loogista, että mitä suuremmat pääomakustannukset ovat, sitä alempi on nettonykyarvo.

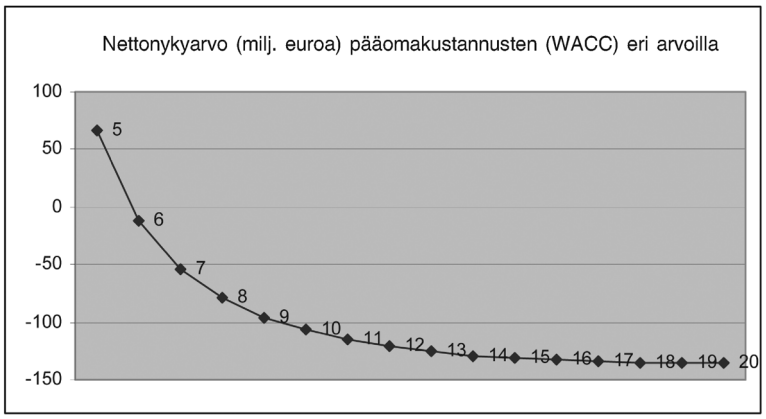
(80) Kun käytetään 14 prosentin suuruisia pääoman vaihtoehtoiskustannuksia ja Consultian vuonna 2004 laatimassa liiketoimintasuunnitelmassa esitettyjä kassavirtoja (joita komissio on käyttänyt sellaisenaan, kuten johdanto-osan 76 kappaleessa todettiin), Ciudad de la Luziin tehtävien

([28]) Lähde: ORBIS Company Report.

([29]) Ecorysin riippumattomassa raportissa mennään tätä pidemmälle ja tarkastellaan liiketoimintasuunnitelman oletuksia ja arvostellaan useita niistä. Siinä huomautetaan esimerkiksi, että "*paikan valinta ei vaikuta strategisesti loogiselta, koska sillä ei voitu havaita luotavan synergiaa ympäröivän elokuvateollisuuden kanssa. Espanjassa on muita maantieteellisesti samanlaisia alueita, jotka sijaitsevat lähempänä jo olemassa olevia elokuva-alan klustereita*." (s. 30.) Lisäksi todetaan, että "On syytä huomata, että etenkin studion ja oppilaitoksen ensimmäisinä toimintavuosina alueella ei ole saatavilla paikallista koulutettua ja tutkinnon suorittanutta työvoimaa. Tästä syystä varovainen yksityinen sijoittaja olisi luultavasti valinnut toisen paikan vastaavanlaisen elokuvastudion rakentamiseen." (s. 31.) Vuoden 2004 investoinnista siinä huomautetaan seuraavaa: "Voidaan kysyä, olisiko yksityinen sijoittaja päättänyt rakentaa täysin uuden elokuvastudion alueelle, jolla ei ole saatavilla riittäviä henkilöresursseja studion ja oppilaitoksen ensimmäisinä toimintavuosina." (s. 39.)

investointien nettonykyarvoksi saadaan noin –130 miljoonaa euroa (ks. liite). Näin ollen tämä investointimahdollisuus ei ole kannattava yksityiselle sijoittajalle.

(81) Komissio on myös suorittanut laskelmien luotettavuuden tarkistuksen, joka osoitti, että tulos on luotettava. Kohtuullisen kynnysarvon yläpuolella pääoman vaihtoehtoiskustannusten arvo ei juuri vaikuta tulokseen, kuten komissio arvioi. Toisin sanoen komission määrittämien muuttujien merkittävät muutokset pääomakustannuksia laskettaessa eivät muuta tulosta. Alla olevassa kaaviossa esitetään nettonykyarvon likimääräiset arvot pääomakustannusten (WACC) eri arvoilla 5 prosentista 20 prosenttiin. Käyrästä näkyy, että nettonykyarvo muuttuu negatiiviseksi, kun WACC on 5 ja 6 prosentin välillä. Näin ollen jos pääomakustannukset ovat korkeammat kuin 6 prosenttia, yksityinen sijoittaja ei toteuttaisi hanketta. Lisäksi kun WACC on korkeampi kuin 10 prosenttia, nettonykyarvo pysyy käytännössä muuttumattomana. Komission arvion mukaan WACC on noin 14 prosenttia, joten voidaan päätellä varsin luotettavasti, että hanke ei ole kannattava.



(82) Vastauksessaan komission arviointiin Espanjan viranomaiset väittivät konsulttiraportin ([30]) perusteella, että komission arvio oli virheellinen. Vaikka CAPM-analyysiä sinänsä pidettiin asianmukaisena lähestymistapana, konsulttiraportissa kyseenalaistettiin komission käyttämät muuttujien arvot. Etenkin osakeriskipreemion ja beeta-arvojen olisi pitänyt olla pienempiä. Toiseksi komission olisi asianmukaisen vertailukohdan asettamiseksi pitänyt käyttää Consultia IT:n liiketoimintasuunnitelman lisäksi myös Arthur Andersen -yhtiön liiketoimintasuunnitelmaa vuodelta 2000. Kolmanneksi komissio ei käyttänyt asianmukaisia rahoituksen suhdelukuja Ciudad de la Luz -hankkeen odotettavissa olevan kannattavuuden arvioimisessa. Komissio ei myöskään ottanut huomioon hotelli- ja toimistotilojen rakentamisesta odotettavissa olevia tuloja.

(83) Komissio torjui nämä väitteet. Liitteessä II selitetään, miksi Espanjan ehdottamien lukujen suuruiset osakeriskipreemion arvot eivät voi olla päteviä. Mikä tärkeintä, ehdotetut osakeriskipreemion arvot olivat vuoden 2009 arvioituja arvoja eivätkä vuosina 2000 ja 2004 vallinneita arvoja. On selvää, että CAPM-arvioinnissa olisi käytettävä liiketoimintapäätöksen tekoajankohtana vallitsevia muuttujia. Itse asiassa kirjoittaja, jota Espanjan viranomaiset lainaavat, esittää itsekin kyseistä ajanjaksoa koskevia arvioita, jotka ovat komission arvioinnin mukaisia. Liitteessä II selitetään myös, miksi Espanjan viranomaisten vaatimus alempien beeta-arvojen käyttämisestä on perusteeton. Komissio käyttää arvoja, jotka on esitetty julkisissa tutkimuksissa, joissa on laskettu Ciudad de la Luzin läheisten kilpailijoiden beeta-arvot. Rahoitusalan asiantuntijat torjuvat Espanjan viranomaisten ehdotuksen historiallisten beeta-arvojen käyttämisestä.

(84) Liitteessä II esitetään tällainen laskelma vastauksena Espanjan viranomaisten pyyntöön ottaa huomioon vuoden 2000 liiketoimintasuunnitelma. Kuten voidaan nähdä, siinä tapauksessa WACC-arvo olisi korkeamman riskipreemion ja korkeamman riskittömän koron vuoksi vielä suurempi kuin vuonna 2004. Myös tämän laskelman tuloksena saadaan negatiivinen nettonykyarvo. Hotelli- ja toimistotiloista mahdollisesti saatavia tuloja koskevat Espanjan viranomaisten väitteet perustuivat uuteen näyttöön eli kuuteen myöhemmin laadittuun maa-alueen arvoa koskevaan arviointiin. Nämä tiedot eivät olleet kyseisenä ajankohtana mahdollisten sijoittajien saatavilla. Vaikka Andersen-yhtiön raportissa mainitaan hotellikokonaisuuden rakentamisen mahdollisuus, se ei sisällä tietoja sen odotetusta kannattavuudesta eikä maa-alueen rakentamista koskevaa liiketoimintasuunnitelmaa. Liitteessä II tarkastellaan tästä huolimatta yksityiskohtaisesti ehdotettuja maa-alueen rakentamista koskevia jälkiarviointikertomuksia. Niissä on vakavia virheitä. Esimerkiksi ehdotetut Ciudad de la Luz -kokonaisuuden toimistotilojen vertailuarvohinnat vastaavat Alicanten arvostetuimpien liikekatujen hintoja. Koska Ciudad de la Luz -kokonaisuus sijaitsee Alicanten kaupungin ulkopuolella ja teollisuusalueen vieressä, nämä vertailuarvohinnat ovat aivan liian korkeat.

([30]) Viittaus LECG:n toiseen raporttiin.

Hotellien vertailuarvohinnat perustuvat vastaavasti neljän tai viiden tähden hotellien hintoihin. Siitä, että tällaisille Alicanten ulkopuolella (ja moottoritien ja teollisuusalueen lähellä) sijaitseville hotelleille olisi riittävästi kysyntää, ei esitetä mitään näyttöä.

(85) Oman arviointinsa lisäksi komissio teetti myös riippumattoman tutkimuksen siitä, olisiko yksityinen sijoittaja tehnyt tällaisen investoinnin Ciudad de la Luziin samoin ehdoin ([31]). Ecorysin raportissa tarkastellaan erilaisia skenaarioita, joissa oman pääoman kustannusten arvioidaan olevan vuoden 2000 investoinnin osalta 12,5–21,4 prosenttia ja vuoden 2004 lisäinvestoinnin osalta 10,9–15,9 prosenttia. Näin ollen komission tutkimuksen tulokset ovat samaa luokkaa kuin Ecorysin laskelmat. Sitä vastoin liiketoimintasuunnitelman perusteella laskettu sisäinen tuottoaste on selvästi pienempi kuin Ecorysin arvion mukaiset oman pääoman vähimmäiskustannukset.

(86) Näin ollen Ecorys tulee kaiken kaikkiaan siihen tulokseen, että vuosina 2000 ja 2004 tehdyt investoinnit eivät ole huolellisen markkinataloudessa toimivan yksityisen sijoittajan toiminnan mukaisia. Vuoden 2000 liiketoimintasuunnitelman osalta Ecorys päätyy siihen, että rekonstruoitu liiketoimintamalli johtaa 9,3 miljardin pesetan negatiiviseen nettonykyarvoon. Sijoittaminen osakemarkkinoille olisi ollut varovaisen sijoittajan kannalta paljon kiinnostavampi investointi. Vuoden 2004 investoinnista Ecorys toteaa, että ”huolellinen markkinasijoittaja ei mitä todennäköisimmin olisi päättänyt saattaa koko CDL-hanketta loppuun, vaan olisi harjoittanut liiketoimintaa niillä kuudella kuvausstudiolla, joihin jo oli investoitu, tai lakkauttanut hankkeen ja kärsinyt siitä koituvat tappiot” ([32]). Ecorys katsoo myös, että yksityinen lainanantaja ei olisi antanut hankkeelle osakkuuslainaa tai muita luottoja, koska hankkeen kassavirta ei riittänyt velanhoitomaksuihin.

(87) Tästä syystä päätellään, että sen paremmin vuosina 2000 ja 2004 kuin sen jälkeenkään Ciudad de la Luziin tehdyt investoinnit eivät ole markkinataloussijoittajaperiaatteen mukaisia ja antavat näin ollen Ciudad de la Luz SAU -yritykselle taloudellista etua. Koska markkinataloussijoittajaperiaatteen vaatimukset eivät täyty, markkinasijoittaja ei olisi investoinut hankkeeseen vuonna 2000 eikä jatkanut hankkeeseen sijoittamista vuoden 2004 liiketoimintasuunnitelman perusteella.

(88) Näin ollen komissio katsoo, että myönnetty taloudellinen etu vastaa suuruudeltaan koko investoinnin arvoa. SPTCV:n Ciudad de la Luzille myöntämät lainat olivat toissijaisia lainoja, mikä tarkoittaa, että niitä käsiteltiin taseessa omaa pääomaa vastaavalla tavalla. Kuten komissio totesi menettelyn aloittamista koskevassa päätöksessä, lainojen korko laskettiin kiinteältä ja muuttuvalta osalta. Kiinteän osan korko oli hyvin matala, eikä markkinatalouden ehdoin toimiva lainanantaja olisi hyväksynyt sitä. Lainan epätavallisen pieni kiinteä osa voitaisiin periaatteessa kompensoida osakkuuslainasta maksettavalla riittävällä korvauksella hankkeen tuottavuuteen kytketyn muuttuvan osan ansiosta, mutta tämä ei ole mahdollista tarkasteltavassa hankkeessa (katso edellä esitetyt perustelut markkinataloussijoittajaperiaatteesta). Lisäksi Espanjan viranomaisten komissiolle toimittama, vuosien 2002–2014 ennakoitua tuottoa koskeva ilmoitus ei sisältänyt mitään rahoituskustannuksia. Lainat olisi teoriassa pitänyt maksaa takaisin huhtikuuhun 2015 mennessä, eli hankkeen vuodeksi 2014 suunnitellun loppuunsaattamisen (ja mahdollisesti sen lakkauttamisen) jälkeen, mitä markkinatalouden ehdoin toimiva lainanantaja ei olisi hyväksynyt. Espanjan viranomaiset selittivät 20 päivänä huhtikuuta 2009 päivätyssä vastauksessaan menettelyn aloittamista koskevaan päätökseen, että näitä lainoja olisi taloudellisesta näkökulmasta pidettävä pääomasijoituksina, koska lainanantaja ja osakkeenomistaja olivat sama oikeushenkilö (SPTCV). Koska mitään vuosina 2005, 2007, 2008 ja 2009 myönnetyistä lainoista ei ole maksettu takaisin (edes osittain) ja lainanottaja ei ole maksanut niistä korkoa, niiden on katsottava olevan tosiasiallisesti pääomainvestointeja. Espanjan viranomaisten huhtikuussa 2012 toimittamien tietojen mukaan niiden määrä oli vuoden 2010 lopussa yhteensä 265 089 599 euroa ([33]).

Tuen valikoivuus

(89) Tuki on myös valikoiva, koska tuesta aiheutuvat hyödyt antavat etua vain tällä alalla toimiville yrityksille ja vain joillekin niistä.

Valtion varat

(90) Komissio toteaa, että Valencian aluehallitus on rahoittanut investointia kokonaan omistamansa investointivälineen SPTCV:n kautta ja että tutkimukset, jotka johtivat

([31]) Ecorys: Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz, 19. heinäkuuta 2011.
([32]) Ecorysin raportti, sivut 30 ja 39.
([33]) Kuten johdanto-osan 29 ja 53 kappaleessa on esitetty. Koska lainojen katsotaan olevan pääomainvestointeja, korkoja ei oteta huomioon.

Ciudad de la Luziin tehtyyn julkiseen investointiin, tehtiin Valencian aluehallituksen toimeksiannosta. Tästä syystä näitä määrärahoja voidaan pitää valtion varoina.

Kilpailun vääristyminen

(91) Jos valtiontuki vahvistaa jonkin yrityksen asemaa muihin kilpaileviin yrityksiin verrattuna, tuen on katsottava haittaavan näitä yrityksiä. Tuki vahvistaa Ciudad de la Luzin asemaa muihin kilpaileviin yrityksiin verrattuna mahdollistamalla sen pääsyn elokuvastudiomarkkinoille. Toimenpiteestä hyötyvien ja siitä hyötymättömien yritysten välinen kilpailu vääristyy. Vaikka oletettaisiin, että muissa jäsenvaltioissa sijaitsevissa elokuvastudioissa toteutettavat elokuvatuotannot saavat tukia, sitä ei voida käyttää perusteena, jonka nojalla voitaisiin kiistää kilpailun vääristyminen. Toimenpide katsotaan valtiontueksi, vaikka muut jäsenvaltiot olisivat myös hyväksyneet markkinoita vääristäviä omia toimenpiteitään. Tällaista ”tasapainottamista” ei sovelleta arvioitaessa kilpailun vääristymiseen liittyvää ehtoa.

Kauppaan kohdistuva vaikutus

(92) Komissio katsoo, että kyseinen toimenpide vaikuttaa jäsenvaltioiden väliseen kauppaan. Elokuvastudiot markkinoivat palvelujaan kansainvälisesti. Elokuvatuottajat neuvottelevat säännöllisesti hinnoista ja ehdoista monien eri jäsenvaltioihin sijoittautuneiden elokuvastudioiden kanssa. Komissio on hyväksynyt Espanjassa ja muissa jäsenvaltioissa tukijärjestelmiä, joilla tuetaan audiovisuaalisten teosten tuotantoa ja siten epäsuorasti kannustetaan käyttämään kansallisia teknisiä palveluja, myös elokuvastudioita. Vuonna 2001 annetun elokuvatiedonannon neljäs soveltuvuuskriteeri ei kuitenkaan salli lisätukia tiettyihin yksittäisiin elokuvantekotoimintoihin, joihin sisältyy myös elokuvastudioiden käyttö.

Päätelmä

(93) Edellä esitetyn perusteella komissio katsoo, että hankkeella annetaan Ciudad de la Luzille valikoivaa taloudellista etua. Hanke on julkisin varoin rahoitettu, vääristää kilpailua ja vaikuttaa jäsenvaltioiden väliseen kauppaan. Tästä syystä komissio katsoo, että ilmoitettu toimenpide on Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 107 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua valtiontukea.

Soveltuvuus sisämarkkinoille

(94) Komission on ensin varmistettava, että tuki ei ole SEUT-sopimuksen määräysten vastainen muilla kuin valtiontukea koskevilla aloilla. Tässä tapauksessa komission arviointi ei rajoita muita mahdollisia tuloksia, jotka koskevat tuen yhteensopivuutta julkisia hankintoja koskevan EU:n lainsäädännön kanssa. Tuki ei sisällä muita tekijöitä, jotka voisivat muodostaa ongelmia tuen yleisen sääntöjenmukaisuuden periaatteen suhteen.

(95) Kuten menettelyn aloittamista koskevassa päätöksessä todettiin, Espanjan viranomaiset ovat esittäneet toissijaisena perusteluna siinä tapauksessa, että komissio katsoo kyseisten toimenpiteiden olevan valtiontukea, että tällaiset toimenpiteet olisivat 107 artiklan 3 kohdan mukaista alueellista tukea ja kulttuurin edistämiseen tarkoitettua tukea.

Alueellinen tuki

(96) Alueellinen tuki Ciudad de la Luzin rakentamiseksi voidaan perustella sillä, että investointi toteutetaan tukialueella. Espanjan viranomaiset ovat esittäneet, että alkuperäisen investointipäätöksen tekoajankohtana vuosina 2000–2006 sovelletut alueellista valtiontukea koskevat säännöt sallivat 36 prosentin tuki-intensiteetin.

(97) Koska kyseessä on ilmoittamaton tuki, siihen sovelletaan vuosien 2000–2006 alueellisia valtiontukia koskevia suuntaviivoja ([34]). Suuntaviivojen 4.2 kohdassa todetaan seuraavaa: ”Jotta varmistettaisiin, että tuettavat tuotantoinvestoinnit olisivat kannattavia ja rahoituksellisesti vahvalla pohjalla, tuensaajan sijoittaman rahoitusosuuden on oltava vähintään 25 prosenttia.” Suuntaviivojen alaviitteessä 20 täsmennetään, että tätä 25 prosentin vähimmäisosuutta ei saa rahoittaa tuella. Vaikka yksityinen sijoittaja vastasi 25 prosentista alkuperäisestä 600 000 euron osakepääomasta, tämä yksityinen sijoittaja oli maksua vastaan toimiva hankkeen hallinnointiyhtiö. Se ei tehnyt hankkeeseen lisäsijoituksia, jotka olisivat vastanneet suurinta osaa hankkeeseen tehdyistä julkisista investoinneista. Tästä syystä tätä ensimmäistä investointia ei voida tarkastella erillään julkisesta investoinnista, koska se ei ole erillinen investointi. Lisäksi SPTCV osti yksityisen sijoittajan omistusosuuden heinäkuussa 2004, jolloin sen omistusosuus oli pudonnut 0,2 prosenttiin.

(98) Espanjan viranomaiset ovat väittäneet, että SPTCV:n 25 prosentin investointia voitaisiin pitää vastaanottajan panoksena. Komissio katsoo, että tällaisella toimintatavalla, jossa julkisessa omistuksessa oleva elin, joka ei toimi yksityisen sijoittajan tavoin (ks. edellä V osa, kappale ”taloudellinen etu”) maksaa 25 prosenttia investoinnista, ja myös loput 75 prosenttia investoinnista maksetaan valtion varoista, ei voida taata, että tuotantoinvestoinnit ovat kannattavia ja rahoituksellisesti vahvalla pohjalla.

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

(99) Koska Ciudad de la Luziin tehdyt investoinnit on rahoitettu täysin SPTCV:n julkisilla varoilla, tämä edellytys ei täyty.

Audiovisuaalialalle myönnettävä alakohtainen tuki

(100) Tietyissä tilanteissa komissio on hyväksynyt audiovisuaalialalle myönnettävän tuen 107 artiklan 3 kohdan c alakohdan nojalla ottaen huomioon SEUT-sopimuksen 167 artiklassa tarkoitetut kulttuuriin liittyvät tavoitteet. Kulttuuriin liittyvää poikkeusta voidaan käyttää yhdessä muiden sisämarkkinoille soveltuvuutta koskevien oikeusperustojen kanssa. Tällainen on esimerkiksi SEUT-sopimuksen 107 artiklan 3 kohdan c alakohdassa tarkoitettu tuki tietylle taloudelliselle toiminnalle ([35]). Vaikka Espanjan viranomaiset eivät ole ehdottaneet kyseistä oikeusperustaa, muiden osapuolten esittämien huomautusten vuoksi sitä käsitellään seuraavassa.

(101) SEUT-sopimuksen 107 artiklan 3 kohdan c alakohdan mukainen arviointi tehdään kolmivaiheisena testinä, jossa vertaillaan kyseisen toimenpiteen hyötyjä ja kielteisiä vaikutuksia.

(102) Tätä tasapainotestiä soveltaessaan komissio arvioi seuraavia kysymyksiä:

a) Pyritäänkö tukitoimenpiteellä selkeästi määriteltyyn yhteisen edun mukaiseen tavoitteeseen (eli onko aiotulla tuella vaikutusta markkinoiden toimintapuutteeseen tai muuhun tavoitteeseen)?

b) Onko tuki suunniteltu niin, että yhteisen edun mukainen tavoite voidaan saavuttaa? Tässä kiinnitetään huomiota etenkin seuraaviin seikkoihin:

i) Onko tukitoimenpide oikea toimintaväline, vai onko olemassa muita parempia välineitä?

ii) Onko tuella kannustava vaikutus eli muuttaako se yritysten toimintatapoja?

iii) Onko tuki oikeasuhteinen eli voitaisiinko sama toimintatapojen muutos saada aikaan vähäisemmällä tuella?

c) Onko kilpailun vääristyminen ja vaikutus kauppaan vähäistä, niin että kokonaistilanne on myönteinen?

Toimenpiteen tavoite

(103) ”Markkinoiden toimintapuutteella” viitataan tilanteeseen, jossa markkinatulos ei johda kokonaisuutena suurimpaan yhteiskunnalliseen hyvinvointiin. Tehoton markkinatulos saattaa syntyä niin kutsuttujen julkis- tai meriittihyödykkeiden tapauksissa ([36]). Tällaiset hyödykkeet synnyttävät positiivisia ulkoisvaikutuksia, kun yhteiskunnallinen hyöty on suurempi kuin yksityinen hyöty. Tästä syystä niitä tarjotaan optimitasoa vähemmän – mikä puolestaan voi oikeuttaa julkiset toimet (ja mahdollisesti julkiset tuet).

(104) EU:ssa on vahvasti kilpaillut ja kaupalliset elokuva-alan markkinat, joilla toimii useita suuria elokuvastudioita. Lisäksi EU:n ulkopuoliset studiot kilpailevat eurooppalaisten elokuvastudioiden kanssa tiukasti suurista elokuvatuotannoista. Alustava näyttö ei näin ollen tue sitä, että alalla olisi riittämättömästä tarjonnasta ja korkeista markkinoillepääsykustannuksista johtuva markkinoiden toimintapuute. Vastauksessaan menettelyn aloittamista koskevaan päätökseen espanjalaiset elokuvantekijät väittivät, että Espanjan markkinoilla ei ollut vastaavia korkealaatuisia palveluita ennen Ciudad de la Luzin rakentamista. Varsinkin Valencian alueen elokuvantekijät ovat huomauttaneet, että paikallisen elokuvastudion käyttömahdollisuuden avulla he voivat pienentää tuotantokustannuksia (pienemmät kuljetuskustannukset, elokuvatuotannon edellyttämien muiden palvelujen läheisyys jne.).

(105) Vaikka kotimaiset elokuvatuottajat hyötyvät Ciudad de la Luzista, se ei kuitenkaan riitä näytöksi edellä määritellystä ”markkinoiden toimintapuutteesta”. Ensinnäkin näkemys, jonka mukaan Ciudad de la Luzilla puututtaisiin Espanjan paikallista elokuvatuotantoa koskevaan markkinoiden toimintapuutteeseen, olisi ristiriidassa Espanjan viranomaisten ilmoittaman tavoitteen kanssa. Consultian vuonna 2004 laatimassa raportissa paikallisia studioita pidetään vain ”epäsuorina” kilpailijoina, sillä Ciudad de la Luz suunnattaisiin suurille elokuvatuotannoille.

([35]) Ks. erityisesti 22. maaliskuuta 2006 tehty päätös tuesta NN 84/2004 – Ranska, elokuva- ja audiovisuaalisen alan tukijärjestelmät. Tässä asiassa komissio hyväksyi jälkikäteen SEUT-sopimuksen 107 artiklan 3 kohdan c ja/tai d alakohdan perusteella tukitoimenpiteet, joilla tuetaan erityisesti elokuvien jakelua, tuotantoa, elokuvateattereiden kunnostusta ja modernisointia, videomusiikin tai videoiden jakelua, T&K-toimintaa ja jälkituotantotekniikan kehittämistä. Ks. myös 11. huhtikuuta 2008 tehty päätös tuesta N 192/2008 – Espanja, baskinkielisten elokuvien jälkiäänityksen ja tekstittämisen tukeminen.

([36]) Julkishyödykkeet ovat tavaroita tai palveluita, joita ei voida tarjota kuluttajalle niin, että muut kuluttajat suljetaan hyödykkeen kuluttamisen ulkopuolelle, tai joiden kuluttamisesta ei vallitse kilpailua (esimerkiksi katuvalaistus, tiet). Yleishyödylliset hyödykkeet tai meriittihyödykkeet ovat tavaroita tai palveluja, joiden kulutustason valtio uskoo olevan liian alhainen ja joita sen vuoksi olisi tuettava tai tarjottava ilmaiseksi (esimerkiksi koulutus, julkiset kirjastot).

(106) Jotta voitaisiin osoittaa espanjalaisia elokuvatuottajia koskevan markkinoiden toimintapuutteen olemassaolo, olisi arvioitava, onko Ciudad de la Luzin kaltaisen studion synnyttämä yhteiskunnallinen hyöty suurempi kuin sen kustannukset. Tämä edellyttäisi muun muassa sen pohtimista, ovatko nykyiset palvelut riittämättömät eli että espanjalaiset elokuvantekijät eivät voi käyttää Espanjassa jo olemassa olevia elokuvastudioita (joita ovat muun muassa Video Planning, Cartuja Producciones ja Loasur Audiovisual Andalusiassa, Media Park Kataloniassa, Platós Valencia Valenciassa sekä Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Estudios Los Ángeles ja Flash Estudio Madridissa) tai muiden jäsenvaltioiden studioita. Vaikka espanjalaiset elokuvatuottajat totesivat Ciudad de la Luzin tuottavan tiettyjä kustannusetuja (joiden määrää ei esitetty tarkemmin), ne eivät väittäneet, että tällaiset paikalliset studiot olisivat välttämättömiä kotimaisen elokuvatuotannon kannalta.

Asianmukaisella tavalla suunniteltu tuki

(107) Koska lisäksi ei ole olemassa mitään selvästi määriteltyä markkinoiden toimintapuutetta, johon toimenpiteellä puututtaisiin, tukea ei voida pitää asianmukaisena ja oikeasuhteisena välineenä tällaisen markkinoiden toimintapuutteen korjaamiseksi. Jos elokuvastudion tarkoituksena oli tukea paikallista elokuvatuotantoa, tehtyä investointia olisi muun muassa pitänyt verrata muihin toimenpiteisiin, joilla olisi voitu saavuttaa elokuvatuottajien kannalta vastaavia tehokkuusvaikutuksia. Espanjan viranomaiset eivät ole toimittaneet tällaista vertailua.

Kilpailun ja kaupan vääristyminen

(108) Tasapainotesti edellyttää lisäksi kielteisten vaikutusten arvioimista kilpailun ja kaupan vääristymisen suhteen. Koska tuotanto on ollut huomattavasti alkuperäisiä odotuksia vähäisempää ja koostunut pääasiassa paikallisesta elokuvatuotannosta, voidaan katsoa, että tähän mennessä Ciudad de la Luz -studioiden vääristävä vaikutus on saattanut olla vähäinen. Ciudad de la Luzissa tehtyjen elokuvatuotantojen määrä ei kuitenkaan ole sen mahdollisen vääristävän vaikutuksen hyvä indikaattori. Ciudad de la Luzin tulo Euroopan elokuvastudiomarkkinoille on lisännyt yhteenlaskettua studiokapasiteettia. Yksinkertaisen taloudellisen järkeilyn mukaan tällainen tarjonnan lisääntyminen aiheuttaa yleistä hintojen laskua riippumatta siitä, kuinka paljon tuotantoa Ciudad de la Luz onnistuu houkuttelemaan. Koska tällainen hintojen lasku vaikuttaisi yleisiin markkinahintoihin, sitä ei voitaisi havaita vertaamalla Ciudad de la Luzin hintoja sen kilpailijoiden hintoihin. Lisäksi Ciudad de la Luz rakentaminen saattaa rohkaista muita jäsenvaltioita toteuttamaan vastaavia investointeja. Ciudad de la Luzin markkina-asema saattaa myös muuttua tulevaisuudessa sen nykyaikaisen laitteiston ansiosta.

(109) Edellä esitetyn perusteella toimenpidettä ei voida pitää 107 artiklan 3 kohdan c alakohdan nojalla sisämarkkinoille soveltuvana, koska se ei vaikuta alan markkinoiden toimintapuutteeseen ja uhkaa aiheuttaa kielteisiä vaikutuksia kilpailuun ja kauppaan.

Kulttuurituki – investointi elokuvastudion rakentamiseen

(110) Espanjan viranomaiset eivät ole esittäneet mitään perusteluja, jotka muuttaisivat menettelyn aloittamista koskevassa päätöksessä esitettyä komission kantaa. Komissio katsoo, että ei ole olemassa seikkoja, jotka tukisivat sitä, että kulttuuriin liittyvää poikkeusta voitaisiin soveltaa uuden suuren elokuvastudiokokonaisuuden rakennus- ja toimintakustannuksiin myönnettävään valtiontukeen. Menettelyn aloittamista koskevassa päätöksessä hylättiin mahdollisuus käsitellä studioita ”kulttuuri-infrastuktuurina”, koska ne ovat pitkälle erikoistuneet ja niiden käyttö rajoittuu audiovisuaalialaan (elokuvien, televisiotuotantojen ja mainosten tekeminen).

(111) Jotta SEUT-sopimuksen 107 artiklan 3 kohdan d alakohdassa tarkoitettua kulttuuriin liittyvää poikkeusta voitaisiin soveltaa muuhun kuin elokuvatiedonannossa tarkoitettuun rahoitukseen, tuen olisi pitänyt olla välttämätöntä, oikeasuhtaista ja asianmukaista (edellä esitetty 107 artiklan 3 kohdan c alakohdan arviointi) ja se olisi pitänyt myös suunnata jonkin kulttuuritavoitteeseen saavuttamiseen. Koska näiden 107 artiklan 3 kohdan c alakohdan perusteiden ei katsota täyttyvän, sama pätee 107 artiklan 3 kohdan d alakohtaan.

Kulttuurituki – kannustimet elokuvatuottajille

(112) Joulukuussa 2008 komissio hyväksyi elokuvatiedonannon perusteella Valencian alueen tarjoamat kannustimet ([37]). Mitään Valencian aluehallituksen tätä ennen myöntämiä, Ciudad de la Luzissa tehtyihin kuvauksiin liittyviä kannustimia ei voida pitää sisämarkkinoille soveltuvina, mikäli kuvaaminen Ciudad de la Luzissa on ollut tuen saamisen edellytys (tämä on vastoin elokuvatiedonannon neljättä soveltuvuuskriteeriä, jossa kielletään lisätuki tiettyihin yksittäisiin elokuvantekotoimintoihin).

([37]) Vuoden 2001 elokuvatiedonannossa asetettiin perusteet, joilla 107 artiklan 3 kohdan d alakohdan kulttuuriin liittyvää poikkeusta voitiin soveltaa audiovisuaalisten teosten tuotannon tukijärjestelmiin.

(113) Tämän päätöksen puitteissa ei ole tarpeen tutkia lähemmin, myönnettiinkö tukea elokuvatuottajille.

VI **PÄÄTELMÄ**

(114) Komissio katsoo, että Espanja on myöntänyt Ciudad de la Luz SA:lle valtiontukea Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 108 artiklan 3 kohdan vastaisesti. Yksityinen sijoittaja ei olisi tehnyt Valencian alueen Ciudad de la Luziin toteuttamaa investointia samoin ehdoin. Sen vuoksi komissio katsoo koko hankkeeseen tehdyn julkisen investoinnin olevan sääntöjenvastaista tukea.

(115) Näin ollen joulukuuhun 2010 mennessä myönnetty tukimäärä on Ciudad de la Luz SA:han tehty, yhteensä 265 089 599 euron suuruinen suora julkinen investointi sekä elokuvatuottajille mahdollisesti myönnetyt kannustimet, joiden ehtona on ollut, että kuvaukset suoritetaan Ciudad de la Luzissa.

(116) Kun komissio on todennut, että tuki ei sovellu sisämarkkinoille, sillä on Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen ja Euroopan unionin tuomioistuimen vakiintuneen oikeuskäytännön mukaan toimivalta päättää, että kyseisen valtion on poistettava tuki tai muutettava sitä ([38]). Tuomioistuimen vakiintuneen oikeuskäytännön mukaan valtiolle asetetulla velvollisuudella poistaa komission sisämarkkinoille soveltumattomaksi katsoma valtiontuki pyritään palauttamaan aikaisempi tilanne ([39]). Tuomioistuin on todennut, että tällainen tavoite on saavutettu, kun tuensaaja on palauttanut sääntöjenvastaisesti myönnetyt tuet ja tämän myötä menettänyt markkinoilla kilpailijoihinsa nähden saamansa edun ja kun ennen tuen maksamista vallinnut tilanne on palautettu ([40]).

(117) Neuvoston asetuksen (EY) N:o 659/1999 ([41]) 14 artiklassa säädetään oikeuskäytännön mukaisesti seuraavaa: ”Sääntöjenvastaista tukea koskevissa kielteisissä päätöksissä komissio päättää, että asianomaisen jäsenvaltion on toteutettava kaikki tarpeelliset toimenpiteet tuen perimiseksi takaisin tuensaajalta”,

ON HYVÄKSYNYT TÄMÄN PÄÄTÖKSEN:

1 artikla

Alkuperäinen osakepääoma ja myöhemmät osakepääoman korotukset, joiden määrä on yhteensä 94 459 719 euroa, Ciudad de la Luzille osoitettu maa-alue, jonka arvo on 9 800 040 euroa, 115 miljoonan euron suuruiset osakkuuslainat, Espanjan 31 päivään joulukuuta 2010 mennessä Ciudad de la Luz SA:lle sääntöjenvastaisesti myöntämät vuoden 2008 jälkeen liikkeeseen lasketut yhteensä 45 829 840 euron suuruiset vaihtovelkakirjalainat sekä elokuvatuottajille SEUT-sopimuksen 108 artiklan 3 kohdan vastaisesti myönnetyt kannustimet, joiden ehtona on kuvausten toteuttaminen Ciudad de la Luzissa, ovat sisämarkkinoille soveltumatonta valtiontukea.

2 artikla

1. Espanjan on perittävä 1 artiklassa tarkoitettu sisämarkkinoille soveltumaton tuki takaisin edunsaajalta.

2. Takaisinperittävistä summista kertyy korkoa alkaen siitä, kun tuki asetettiin tuensaajan käyttöön, niiden tosiasialliseen takaisinperintään saakka.

3. Korolle on laskettava korkoa neuvoston asetuksen (EY) N:o 794/2004 ([42]) V luvun mukaisesti.

4. Espanjan on peruttava kaikki 1 artiklassa tarkoitetun tuen jäljellä olevat maksuerät tämän päätöksen hyväksymispäivästä lukien.

3 artikla

1. Edellä 1 artiklassa tarkoitettu tuki on perittävä takaisin välittömästi ja tosiasiallisesti.

2. Espanjan on varmistettava, että tämä päätös pannaan täytäntöön neljän kuukauden kuluessa sen tiedoksi antamisesta.

4 artikla

1. Espanjan on toimitettava komissiolle kahden kuukauden kuluessa tämän päätöksen tiedoksi antamisesta seuraavat tiedot:

a) tuensaajalta takaisin perittävä kokonaismäärä (tuki ja siitä perittävä korko);

b) yksityiskohtainen kuvaus toimenpiteistä, jotka on jo toteutettu tai joita suunnitellaan tämän päätöksen noudattamiseksi;

c) asiakirjat, jotka osoittavat, että tuensaaja on määrätty maksamaan tuki takaisin.

2. Espanjan on ilmoitettava komissiolle tämän päätöksen täytäntöön panemiseksi toteutettavien kansallisten toimenpiteiden edistymisestä siihen saakka, kunnes 1 artiklassa tarkoitetun tuen takaisinperintä on saatettu loppuun. Sen on annettava välittömästi komission pyynnöstä tiedot toimenpiteistä, jotka on jo toteutettu tai joita suunnitellaan tämän päätöksen noudattamiseksi. Sen on annettava myös tarkat tiedot tuensaajalta jo perityistä tukimääristä ja koroista.

([38]) Asia C-70/72, komissio v. Saksa, 13 kohta.
([39]) Yhdistetyt asiat C-278/92, C-279/92 ja C-280/92, Espanja v. komissio, 75 kohta.
([40]) Asia C-75/97, Belgia v. komissio, 64–65 kohta.
([41]) EYVL L 83, 27.3.1999, s. 1.
([42]) EUVL L 125, 28.4.2004, s. 4.

5 artikla

Tämä päätös on osoitettu Espanjan kuningaskunnalle.

Tehty Brysselissä 8 päivänä toukokuuta 2012.

Komission puolesta
Joaquín ALMUNIA
Varapuheenjohtaja

LIITE A

Tiedot maksetuista, takaisinperittävistä ja takaisinperityistä tukimääristä

Tuensaaja	Tukiohjelman puitteissa maksetun tuen kokonaismäärä (*)	Takaisinperittävä kokonaismäärä (*) (pääoma)	Jo takaisin perityn tuen kokonaismäärä (*)	
			Pääoma	Korko

(*) Miljoonaa kansallista valuuttayksikköä

LIITE I

Ciudad de la Luz (CDL) – Asianmukaisten pääomakustannusten laskentatapa pääomabudjetointipäätöksissä – Heinäkuu 2009

Tavoite

Tämän raportin tarkoituksena on selvittää, voidaanko investointia hankkeeseen, jolla perustettiin Ciudad de la Luz -yhtiö (CDL), pitää valtiontukena. Tehty investointi katsotaan markkinataloussijoittajaperiaatteen mukaan valtiontueksi, jos valtion siitä saama odotettu korvaus on pienempi kuin mitä yksityinen sijoittaja olisi edellyttänyt kyseisestä nimenomaisesta hankkeesta.

Yksityinen pääomasijoittaja ([1]) olisi ollut valmis sijoittamaan CDL-hankkeeseen, jos odotettu sisäinen tuottoaste ([2]) olisi ollut korkeampi tai sama kuin oman pääoman vaihtoehtoiskustannukset ([3]) (eli tuotto, jonka sijoittaja olisi voinut saada vastaavanlaisesta hankkeesta).

Seuraavassa analyysissa sovellamme Capital Asset Pricing Model -mallia (CAPM) saadaksemme selville oman pääoman kustannukset. Tämän toimenpiteen avulla määritetään, olisiko yksityinen sijoittaja toteuttanut CDL-hankkeen.

Tuloksena saatavia muuttujien arvoja verrataan sitten CDL:n kilpailijoiden edustavan otoksen jälkikäteen arvioituun tuottoon. Tämä on LECG:n raportissaan käyttämä menettelytapa, eli se käyttää tuoton jälkiarviointia määrittääkseen vertailuarvon tämäntyyppisten hankkeiden pääoman vaihtoehtoiskustannuksille. Kuten jäljempänä nähdään, LECG:n valitsema jälkikäteen arvioidun tuoton mittari ei ole asianmukainen vertailuarvon määrittämiseksi. Vielä merkittävämpää on, että mikä tahansa jälkikäteen arvioidun tuoton mittari on epätäydellinen vaadittavien ennakoitujen tuottojen kuvaaja.

Katsomme, että tämän hankkeen pääoman vaihtoehtoiskustannusten olisi oltava noin 14,91 prosenttia. Näin ollen yksityinen sijoittaja edellyttäisi yli 14,91 prosentin sisäistä tuottoastetta. CDL:n vuonna 2004 esittämän liiketoimintasuunnitelman (joka sisältää viimeisimmät taloudelliset tiedot, joihin hanke perustuu) mukaan CDL:ään tehtävän investoinnin sisäinen tuottoaste oli 5,74 prosenttia ([4]).

Näin ollen yksityinen sijoittaja ei olisi investoinut CDL-hankkeeseen, sillä sen sisäinen tuottoaste on pienempi kuin pääoman vaihtoehtoiskustannukset.

Oman pääoman kustannukset ([5])

Oman pääoman kustannukset ovat se vaadittava vähimmäistuottoaste, jonka CDL:n on tarjottava osakkeenomistajilleen korvauksena

— rahan aika-arvosta

— CDL:ään sijoittamiseen liittyvästä riskistä.

On tärkeää korostaa, että kyseinen tuottoaste on odotettu tuleva tuotto eikä historiallinen tuotto. Oman pääoman kustannukset kuvaavat investoinnin vaihtoehtoiskustannuksia osakkeenomistajien investoidessa yrityksiin tai hankkeisiin, joiden liiketoiminta- ja rahoitusriski ovat samat (tai vastaavat) kuin tarkasteltavan hankkeen.

Käytämme seuraavassa Capital Asset Pricing Model -mallia (CAPM), joka on laajasti hyväksytty menetelmä oman pääoman kustannusten arvioimiseksi:

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

Tässä kaavassa

— K_e on oman pääoman kustannukset prosentteina;

— R_f on riskitön korko prosentteina;

— $(R_m - R_f)$ on markkinariskipreemio prosentteina;

— ß on beeta-arvo, joka on CDL:n osakkeisiin liittyvän systemaattisen (hajauttamattoman) riskin mittari, joka kuvaa sekä liiketoiminta- että rahoitusriskiä.

([1]) Edellyttäen, että velkaa ei ole.
([2]) Sisäinen tuottoaste vastaa määritelmän mukaisesti diskonttokorkoa, minkä vuoksi investoinnin nettonykyarvo on yhtä kuin nolla.
([3]) Brealey ja Myers, 2000, Principles of Corporate Finance, kuudes laitos (luku 5, s. 100).
([4]) Tämän vertailuarvon käyttöä ei pidä tulkita niin, että lukua pidetään oikeana. Tarkkoja kassavirtaennusteita on vaikea tehdä, ja siksi 5,74 prosenttia on luultavasti enintään vaihteluvälin yläraja.
([5]) Liitteessä esitetään pääomakustannusten painotetun keskiarvon (weighted average cost of capital, WACC) yleinen määritelmä, joka sisältää sekä oman että vieraan pääoman.

Riskittömänä korkona käytetään markkinakäytännön mukaisesti toimintamaan pitkäaikaista (yleensä 10 vuoden) valtionjoukkovelkakirjalainan korkoa.

Markkinariskipreemiona olisi käytettävä historiallista markkinariskipreemiota kohtuullisen pitkältä ajalta. On normaali markkinakäytäntö laskea toimintamaan hajautetun osakeindeksin historiallisen tuoton ja riskittömän koron välinen erotus.

Soveltaminen Ciudad de la Luziin

Espanjan 10 vuoden joukkovelkakirjojen keskimääräinen vuosituotto oli 4,1 prosenttia vuonna 2004 ([1]).

R_f = 4,1 %

Fernándezin (2004) ([2]) mukaan joukkovelkakirjojen historiallinen markkinariskipreemio Espanjassa (ajanjaksolla 1991–2003, joka vastaa suurin piirtein investointia edeltänyttä kautta) vaihteli 6,8 prosentista 9,3 prosenttiin (vaihtelu johtuu keskiarvon laskennassa käytetystä menetelmästä, joka on joko aritmeettinen tai geometrinen). Käytämme tämän vaihteluvälin alinta arvoa markkinariskipreemion arviona.

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

Beeta-arvon arvioimiseksi käytämme yleisesti saatavilla olevia tietoja yrityksistä, jotka Espanjan viranomaiset ovat yksilöineet CDL:n suoriksi kilpailijoiksi.

KBC Securities julkaisi vuonna 2001 raportin, joka sisälsi tarvittavat tiedot **Carrere Groupiin** tehtävän 10 vuoden investoinnin nettonykyarvon laskemiseksi. On syytä huomata, että sekä ajankohta että investoinnin maturiteetti vastaavat suurin piirtein käsiteltävää tapausta. KBC:n raportissa käytetty diskonttokorko oli 12 prosenttia ja beeta-arvo oli 1,8. Kun otetaan huomioon, että **Carreren** rahoitusriskiprofiili on erilainen kuin CDL:n (Carreren pääomarakenne sisältää vierasta pääomaa), tätä beeta-arvoa on mukautettava ja laskettava velaton beeta-arvo, jotta voidaan määrittää liiketoimintariski. Velaton beeta-arvo saadaan seuraavalla kaavalla:

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

Kaavassa T on sovellettava verokanta. Carrere on sijoittautunut Ranskaan, jossa verokanta on noin 33 prosenttia, ja velan suhdetta pääomaan koskevat tiedot löytyvät alkuperäisestä KBC:n raportista. Osakkeiden liikkeeseenlaskun aikaan velan suhde pääomaan oli 10 prosenttia. Bloombergin tiedot ovat vahvistaneet sen olleen tätä suuruusluokkaa.

Näitä muuttujien arvoja käyttäen velattomaksi beeta-arvoksi saadaan seuraava:

$\text{Beeta}_{\text{Velaton}}$ = 1,68

Der Spezialist für Finanzaktien teki vuonna 2008 Saksassa vastaavan arvion **Studio Babelsbergistä**, joka on toinen Espanjan viranomaisten CDL:n suoraksi kilpailijaksi ilmoittama yritys. Raportissa oman pääoman kustannuksiksi arvioitiin 12 prosenttia ja beeta-arvoksi 1,5. Raportin julkaisuajankohtana **Studio Babelsberg** oli velaton yritys, eli sen pääomarakenne oli sama kuin CDL:n. Näin ollen beeta-arvoa ei tässä tapauksessa ole tarpeen mukauttaa.

Kahta suoraa kilpailijaa koskevista raporteista saatu näyttö viittaa siihen, että CDL:ään sovellettava beeta-arvo on (vähintään) 1,5–1,68. Lisäksi CDL:ään tehtävään investointiin liittyy todennäköisesti suurempi epäsystemaattinen riski komission jo esittämistä syistä. Toisin sanoen CDL:n beeta-arvo on luultavasti korkeampi kuin sen kilpailijoiden.

Seuraavassa laskemme näiden kahden luvun aritmeettisen keskiarvon ja sovellamme sitä CDL:ään (huolimatta siitä, että CDL:ään liittyvä epäsystemaattinen riski on todennäköisesti suurempi). On syytä huomauttaa, että luvut olivat Carrere- ja Studio Babelsberg -yhtiöitä perusteellisesti tutkineiden rahoitusanalyytikkojen ilmoittamia lukuja.

Näin ollen yksityisen sijoittajan odottaman oman pääoman tuoton alaraja olisi

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

Tämä luku on hyödyllinen, sillä se tarkoittaa sitä, että selvästi **14,91 prosenttia** pienempi WACC-arvo voidaan hylätä suoralta kädeltä.

LECG:n menetelmien ongelmat

LECG:n tutkimuksessa tehdyssä arviossa, joka johti 5,15 prosentin diskonttaustekijään, on menetelmävirhe. LECG väitti, että pääomakustannusten painotetun keskiarvon (WACC) asianmukainen kuvaaja on yhden tai mahdollisesti kahden kilpailijan (Pinewood ja Babelsberg) kokonaispääoman tuotto.

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

Ensinnäkin kirjanpidollisia tuottoja, kuten kokonaispääoman tuottoa, ei yleensä tulisi pitää sijoittajan odotetun keskimääräisen tuoton asianmukaisena mittarina vähintään kolmesta syystä ([1]). Kirjanpidolliset tuotot lasketaan vuosittain, kun taas rationaalinen sijoittaja ottaa huomioon tuoton hankkeen koko elinkaaren ajalta. Toiseksi kirjanpidolliset tiedot ovat historiallisia tietoja yrityksestä, ja sopivat siksi paremmin yrityksen tuloksen jälkiarviointiin kuin investointien odotetun tuoton ennakkoarviointiin. Lisäksi sijoittajia eivät niinkään kiinnosta kirjanpidolliset tuotot vaan rahallinen hyöty eli heidän investoinnista saamansa rahavirrat.

Lisäksi LECG:n olisi pitänyt verrata WACC-arvoa sijoitetun pääoman tuottoon eikä kokonaispääoman tuottoon. WACC-arvo koskee kaikkea pääomaa eli omaa pääomaa ja rahoitusvelkaa. Tavanomaisen taseen vastattaviin merkitään kuitenkin pääoman ja rahoitusvelan lisäksi myös lyhytaikaiset velat eli ostovelat. Näin ollen kokonaisvarat ovat yhtä suuret tai suuremmat kuin kokonaispääoma, ja tietyn tuoton osalta kokonaispääoman tuotto on pienempi tai yhtä suuri kuin sijoitetun pääoman tuotto. ([2]) Tästä syystä WACC-arvoa olisi verrattava sijoitetun pääoman tuottoon eikä kokonaispääoman tuottoon. Hankkeen tuottama arvo on positiivinen vain, jos toteutunut sijoitetun pääoman tuotto on yhtä suuri tai suurempi kuin WACC.

Kilpailijoiden tiedot

Ennen markkinatietojen käsittelemistä painotamme uudelleen, että asianmukaisen vertailuarvon muodostavat oman pääoman ennakoidut kustannukset. Jälkikäteen todetut tuotot eivät ole hyvä ennakko-odotusten kuvaaja, koska jälkikäteen arvioitu toteutunut tuotto ei välttämättä ole sama kuin ennakolta arvioitu tuottovaatimus. Jos sijoittajat ovat kiinnostuneita jonkin elinkeinoalan aikaisemmista tuloksista, heidän olisi tarkasteltava sijoitetun pääoman tuottoa. Se on jälkikäteen arvioitu tuotto, joka on suhteellisen neutraali eri yritysten pääomarakenteen suhteen, koska se sisältää sekä vieraan että oman pääoman. Kun yrityksen velan vipuvaikutus kasvaa, kasvaa myös osakkeenomistajien pääoman tuotto verrattuna sijoitetun pääoman tuottoon.

Seuraavassa analysoimme edustavan kilpailijaryhmän sijoitetun pääoman tuottoa koskevia tietoja, jotka ovat peräisin eri lähteistä. Voidaan havaita, että tulokset eivät poikkea huomattavasti omien laskelmiemme tuloksista.

1. *AMADEUS-tietokannan tiedot*

AMADEUS on Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing -yhtiön ylläpitämä kattava Euroopan laajuinen tietokanta, joka sisältää yli 11 miljoonan 41:ssä Euroopan valtiossa toimivan julkisen ja yksityisen yrityksen rahoitustiedot. BvD on yksi maailman johtavista yritysten tilinpäätöstietojen tarjoajista, ja tietokannassa on kattavimmat tiedot juuri Euroopasta.

Mediaani on otoksen keskimmäinen luku, joka erottaa otoksen pienemmän puoliskon suuremmasta puoliskosta. Jos havaintoarvot järjestetään joko nousevaan tai laskevaan järjestykseen, mediaani on järjestyksessä keskimmäinen arvo.

Aritmeettinen keskiarvo on kaikkien havaintoarvojen summa jaettuna havaintojen määrällä.

Monissa jakaumissa mediaani ja keskiarvo ovat sama arvo. Empiirisesti ne voivat poiketa toisistaan huomattavasti, jos otoksen suuresta koosta huolimatta havaintojen jakauma on vino (esimerkiksi siksi, että se sisältää paljon poikkeavuuksia eli äärimmäisiä havaintoja).

Jäljempänä esittämillemme tiedoille on tyypillistä, että keskiarvot ovat suurempia kuin mediaani (positiivisesti vino jakauma). Koska keskiarvo on herkkä poikkeaville havainnoille, keskitymme sen sijaan mediaaniin. On syytä huomata, että tämän valinnan seurauksena tulokseksi saadaan pienempiä tuottoja kuin käyttäen otoksen keskiarvoa.

Vertaisryhmäanalyysi

Jos tarkastellaan hyvin laajaa otosta, joka koostuu kaikista NACE 921 -toimialaluokituksen (elokuva- ja videotoiminta) yrityksistä, saadaan yli 11 000 havaintoa ajanjaksolta 1994–2008.

	Mediaani
Sijoitetun pääoman tuotto (ROCE)	13,56 %

([1]) Hans W. Friederiszick ja Michael Troge, DG COMP, CET, "Applying the MEIP to State Owned Companies – Lessons learned from the German Landesbanken Cases", Competition Policy Newsletter, No. 1, kevät 2006.

([2]) Tämä sekaannus syntyy usein siitä, että rahoitusalan oppikirjoissa eräät kirjoittajat käyttävät yksinkertaistettua tasetta, joka sisältää vain pääoman ja rahoitusvelan, mutta ei lyhytaikaisia velkoja. Tällaisissa tapauksissa kokonaispääoman tuotto todella on sama kuin sijoitetun pääoman tuotto. Todellisuudessa näin ei tavallisesti kuitenkaan ole.

Pinewood-Shepperton, Carrere Group ja Barrandov Studio kuuluvat kapeampaan nelinumeroiseen NACE-koodiin 9211 (elokuvien ja videoiden tuotanto). NACE-luokitusten lisäksi AMADEUS-tietokanta luokittelee vertailukelpoiset yhteisöt tarkemmin ryhmittämällä samaan NACE-koodiin kuuluvat yritykset niiden koon mukaan. Pinewood-Shepperton, Carrere Group ja Barrandov Studio kuuluvat ryhmään ”hyvin suuret yritykset” NACE 9211 -luokassa (”hyvin suuri” ei ole absoluuttinen määre, vaan ilmaisee koon suhteessa muihin NACE 9211 -luokkaan kuuluviin yrityksiin). Tämän 45 yrityksen vertaisryhmän mediaani ([1]) ajanjaksolla 2000–2006 oli, sikäli kun tietoja oli saatavissa, seuraava:

	Mediaani
ROCE	10,1 %

Studio Babelsberg on kirjattu AMADEUS-tietokantaan samalla NACE-koodilla kuin kolme edellä mainittua yritystä, mutta sitä pidetään vain ”suurena yrityksenä”. NACE 9211 -luokan ”suurten yritysten” vertaisryhmä muodostuu 133 yrityksestä. Tämän ryhmän mediaani samalta ajanjaksolta (2000–2006) on seuraava:

	Mediaani
ROCE	10,1 %

Cinecittà-studiot on luokiteltu ”mainostoimintaa” koskevaan NACE-koodiin, mikä tarkoittaa, että vertaisryhmä on sopimaton vertailutarkoituksiin. Myös CDL on luokiteltu vertaisryhmään, jonka NACE-koodi on 7413 (markkina- ja mielipidetutkimukset) ja joka mielestämme ei ole arviointimme kannalta merkityksellinen.

2. *ORBIS-tietokannan tiedot* ([2])

Tietojen hankkimiseksi Espanjan viranomaisten toimittamissa huomautuksissa mainituista yrityksistä oli tarpeen käyttää ORBIS-tietokantaa. ORBIS-tietokannassa oli tietoja seuraavista yhtiöistä:

— Pinewood Shepperton

— Studio Babelsberg

— Carrere Group

— Cinecittà

— Ealing Studios

— Barrandov

— Prime Focus

— Ray Corp

— EUROPACORP.

Näiden yhtiöiden mediaani ajanjaksolta 2002–2007 on seuraava:

	Mediaani
ROCE	10,82 %

Koska tämä yritysryhmä koostuu selvästi yksilöidyistä kilpailijoista, ei ole vaaraa siitä, että otokseen sisältyy poikkeava yhteisö, joka ei tosiasiallisesti toimi samalla markkinasegmentillä kuin CDL (kuten voi tapahtua AMADEUS-tietokannan perusteella muodostetuissa vertaisryhmissä). Näin ollen voimme esittää myös tämän ryhmän keskiarvon ajanjaksolta 2000–2007:

	Keskiarvo
ROCE	12,26 %

([1]) Kuten edellä on mainittu, tämän ryhmän mediaani on pienempi kuin aritmeettinen keskiarvo. Tätä vertaisryhmäanalyysia varten AMADEUS-tietokanta tarjoaa sijoitetun pääoman tuotosta (ROCE) vuosittaisen mediaanin, joka koskee koko vertaisryhmää. Jotta saisimme koottua tiedot yhteen, laskimme ”vuosittaisten mediaanien mediaanin”(juoksevassa tekstissä ilmoitettu luku).

([2]) ORBIS on maailmanlaajuinen tietokanta, joka sisältää tietoja yli 50 miljoonasta yrityksestä kaikkialla maailmassa (Bureau van Dijk Electronic Publishing).

Päätelmä

CDL:ään tehtävän investoinnin määritetyt pääoman vaihtoehtoiskustannukset ovat 14,91 prosenttia. Jos hyväksymme sellaisinaan CDL:n vuonna 2004 ehdottaman liiketoimintasuunnitelman ja LEGC:n analyysin, hankkeen sisäinen tuottoaste on 5,74 prosenttia. Painotamme kuitenkin, että vuoden 2004 liiketoimintasuunnitelmissa ennustetut kassavirrat vaikuttavat perusteettoman optimistisilta, etenkin kun otetaan huomioon yhtiön vuosina 2002–2004 tekemät tosiasialliset tappiot. ([1]) Käytettävissä olevien tietojen perusteella voidaan arvioida, että vuoden 2004 liiketoimintasuunnitelmassa esitetyt odotetut kassavirrat olivat enimmäisarvioita.

Kuten johdannossa todettiin, yksityinen sijoittaja investoisi vain hankkeeseen, jonka sisäinen tuottoaste on suurempi kuin pääoman vaihtoehtoiskustannukset. Näin ollen CDL:ään investoiva sijoittaja olisi edellyttänyt paljon suurempaa sisäistä tuottoastetta (vähintään 14,91 prosenttia) investoidakseen tähän hankkeeseen. Tästä voidaan päätellä, että CDL:ään tehty investointi ei ollut markkinataloussijoittajaperiaatteen mukainen.

Kun WACC-arvo on 14,91 prosenttia, ja olettaen, että vuoden 2004 kassavirtaennusteet ovat enimmäisarvoja, laskimme hankkeen nettonykyarvon diskontattujen kassavirtojen summana. Espanjan viranomaisten toimittamista tiedoista ilmenee, että 199 miljoonan euron investointi on ajanjakson 2005–2007 kassavirtojen summa. Viimeisen ajanjakson kassavirtaan sisältyy jäännösarvo, joka on laskettu osinkojen nykyarvomallin avulla:

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

Kaavassa D_t on vuonna t maksettava osinko, g on osingon kasvuaste ja r diskonttokorko.

Tämä laskutapa on hyvin herkkä muuttujille D_t ja g. Muuttujien D_t ja g tarkkojen arvojen laskeminen menisi tämän muistion tarkoitusta pidemmälle. Tästä syystä käytämme vertailuarvoina Espanjan viranomaisten esittämiä arvoja, eli D_t = 8 651 (viimeisimmän ajanjakson kassavirta) ja g = 2,553 prosenttia (inflaatioaste). Käytämme kuitenkin arvioimaamme 14,91 prosentin diskonttokorkoa. Näiden muuttujien arvojen perusteella hankkeen nettonykyarvo on negatiivinen, eli –131,65 miljoonaa euroa.

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

Viimeksi (25. maaliskuuta) toimitettuja huomautuksia koskevat kommentit

Viimeksi eli 25. maaliskuuta toimitettujen huomautusten metodologiassa on puutteita, ja niissä esitetään eräitä keskeisiä väitteitä, jotka ovat vähintäänkin perusteettomia. Niissä todetaan seuraavaa:

([1]) Lähde: ORBIS Company Report.

”[…] Tämän tuoton ja etenkin yksityisen sijoittajan hankkeelta edellyttämän riskipreemion määrittämiseksi käytetään erilaisia malleja, joista yleisimmin käytetty on Capital Asset Pricing Model -malli (CAPM). Jos tätä mallia sovelletaan esimerkiksi tässä tarkasteltavaan tapaukseen, yksityinen sijoittaja ”edellyttäisi” 3,75 prosentin riskipreemiota – eikä tuottoa – vuonna 2000 ja 2,07 prosentin riskipreemiota vuonna 2004.”

Lisäksi huomautuksissa esitetään seuraava taulukko:

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 %

Toisin sanoen huomautuksissa väitetään, että CDL:n beeta-arvo on 0,395. Tämä on perusteeton arvio, jonka tueksi ei esitetä mitään konkreettisia ja todennettavissa olevia tietoja. Lisäksi se sopii huonosti yhteen terveen järjen kanssa.

Seuraavassa esitämme suoria lainauksia Brealeyn ja Myersin teoksesta, joka on LECG:n huomautusten keskeinen viitelähde.

[…] Beeta-arvolla mitataan sitä, kuinka herkkä arvopaperi on markkinoiden liikkeille. Osakkeet, joiden beeta-arvo on suurempi kuin 1,0, seuraavat yleensä markkinoiden yleisiä liikkeitä voimistaen niitä. Osakkeet, joiden beeta-arvo on 0–1,0, liikkuvat yleensä samaan suuntaan kuin markkinat, mutta niiden liikkeet eivät ole yhtä voimakkaita. Markkinat ovat luonnollisesti yhtä kuin ”kaikkien osakkeiden muodostama salkku”, joten keskiverto-osakkeen beeta-arvo on 1.0. (7. luku, sivu 174).

Toisin sanoen mitä suurempi beeta-arvo osakkeella on, sitä suurempi on sen volatiliteetti ja siten myös siihen liittyvä riski.

CDL:ään tehtävä investointi on ainakin yhtä riskialtis kuin investoinnit sen vakiintuneisiin kilpailijoihin, joiden beeta-arvot ovat selvästi suuremmat kuin 1 (ks. KBC Securities – ja Spezialist für Finanzaktien -yhtiöiden tekemät arviot).

Lisäksi vaikuttaa hyvin opportunistiselta viitata riskittömän koron osalta nykyiseen väliaikaiseen finanssikriisiin ja yrittää näin kyseenalaistaa komission valitsema arvo, joka vastaa CDL:ään tehtyjen investointien ajankohdan riskitöntä korkoa.

Lisäys

Hankkeen rahoittamiseksi sijoittajien on investoitava pääomaa. Tämä pääoma maksaa. Sen hinta muodostaa pääomakustannukset.

Tavallisesti pääomalla on kaksi päälähdettä:

— oma pääoma (E)

— rahoituspääoma / vieras pääoma (D).

Oman ja vieraan pääoman summa on kokonaispääoma (C) euroina. Kumpikin näistä kahdesta pääomalähteestä aiheuttaa tietyt kustannukset. Näin ollen

— K_e on oman pääoman kustannukset prosentteina

— K_d on rahoituspääoman (vieraan pääoman) kustannukset prosentteina.

Kokonaispääomakustannukset ovat näin ollen pääomakustannusten painotettu keskiarvo (WACC), jossa otetaan huomioon oman pääoman osuus ja vieraan pääoman osuus. Tästä seuraa

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

On syytä huomata myös, että K_d ja K_e ovat vieraan pääoman sekä oman pääoman odotettuja kustannuksia, eivät historiallisia kustannuksia.

Kun otetaan huomioon velkarahoituksen verotukselliset edut ja oletetaan, että T on CDL:ään sovellettava verokanta, saadaan

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

CDL:n nimenomaisessa tapauksessa vuoden 2000 liiketoimintasuunnitelmassa ei mainita vierasta pääomaa. Koska hanke on rahoitettu täysin omalla pääomalla, päädytään seuraavaan tulokseen:

$$WACC = K_e$$

LIITE II

[mukautettu maaliskuussa 2010 päivätystä asiakirjasta]

Vastaus LECG-konsulttiyrityksen 19. lokakuuta 2009 toimittamiin huomautuksiin

LECG-konsulttiyhtiö keskittyy komission analyysiin antamassaan vastauksessa neljään seikkaan:

1) CAPM-mallin väitetty virheellinen käyttö.

   Vaikka LECG myöntää, että CAPM-malliin perustuva analyysi on oikea etenemistapa, se kyseenalaistaa kilpailun pääosaston käyttämät muuttujien arvot. Tarkemmin sanottuna LECG väittää, että

   — osakeriskipreemion olisi pitänyt olla pienempi

   — myös beeta-arvojen olisi pitänyt olla pienempiä.

2) Komission olisi asianmukaisen vertailukohdan asettamiseksi pitänyt käyttää Consultia IT:n liiketoimintasuunnitelman lisäksi myös Arthur Andersen -yhtiön liiketoimintasuunnitelmaa vuodelta 2000.

3) Komissio ei käyttänyt asianmukaisia rahoituksen suhdelukuja CDL -hankkeen odotettavissa olevan kannattavuuden arvioimisessa.

4) Komissio ei lisäksi ottanut huomioon hotelli- ja toimistotilojen rakentamisesta odotettavissa olevia tuloja.

1. CAPM-mallin muuttujat

1.1 *Osakeriskipreemio*

LECG kyseenalaistaa Fernándezin (2004) perusteella päätöksemme käyttää preemioita koskevia historiallisia tietoja Espanjan vuosien 2000 ja 2004 markkinariskipreemion arviointiin. LECG ehdottaa tämän sijasta saman kirjoittajan myöhemmässä julkaisussa esitettyjä tietoja ([1]).

Kuten jäljempänä nähdään, LECG:n raportissa lainataan tätä julkaisua hyvin valikoivasti.

LECG:n raportissa väitetään, että olisi käytettävä vaadittavaa osakeriskipreemiota historiallisen osakeriskipreemion sijasta. Fernández (2009) toteaa kuitenkin seuraavaa:

On helppo päätellä, että ei ole olemassa yleisesti hyväksyttyä osakeriskipreemion piste-estimaattia tai yhteistä menetelmää sen arvioimiseksi. […]

Osakeriskipreemiota koskevat suositukset, jotka on esitetty 150:ssä vuosien 1979 ja 2009 välillä julkaistussa rahoituksen ja arvonmäärityksen oppikirjassa, vaihtelevat 3 prosentista 10 prosenttiin. Useissa kirjoissa käytetään erilaisia osakeriskipreemioita eri sivuilla, ja useimmissa kirjoissa ei eritellä niitä neljää erilaista käsitettä, joihin ilmaus ”osakeriskipreemio” viittaa: historiallinen osakeriskipreemio, odotettavissa oleva osakeriskipreemio, vaadittu osakeriskipreemio ja oletettu osakeriskipreemio. […]

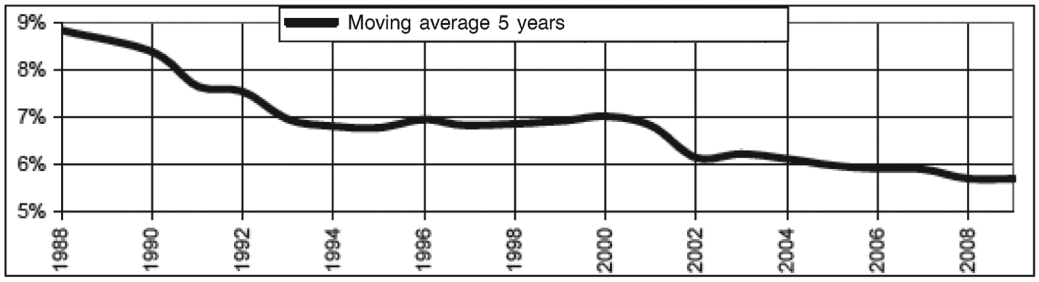
129 kirjassa odotettavissa olevaa ja vaadittua osakeriskipreemiota pidetään synonyymisinä käsitteinä, ja 82 kirjassa ei tehdä eroa odotettavissa olevan ja historiallisen osakeriskipreemion välillä.

Lisäksi LECG:n tutkimuksessa ehdotetaan käytettävän osakeriskipreemion konkreettisena arvona Fernándezin (2009) äskettäin esittämää osakeriskipreemiota. Fernández ehdottaa käytettävän vaadittua osakeriskipreemiota, joka vaihtelee 3,8 prosentista 4,3 prosenttiin. Tämä vaihteluväli ei sovellu tarkoituksiimme vähintään kahdesta syystä. Ensinnäkin sillä on lähtökohtaisia rajoituksia, koska se on yhden henkilön subjektiivinen arvio. On syytä huomata, että Fernández esittää myös 150:stä alan oppikirjasta laskettuun keskiarvoon perustuvan arvon (ks. jäljempänä oleva käyrä). Toiseksi – ja tämä on hyvin tärkeää – ehdotus 3,8–4,3 prosentin arvon käyttämisestä on arvio nykyisestä eikä vuosina 2000 ja 2004 vallinneesta osakeriskipreemiosta. CAPM-malliin syötettävien muuttujien arvojen olisi oltava siltä ajalta, jolloin liiketoimintapäätös tehtiin (eli ennakkoarvioita eikä jälkiarvioita).

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

Toisin sanoen asianmukainen osakeriskipreemio on vuonna 2000 (tai 2004) vallinnut riskipreemio, ei vuoden 2009 riskipreemio. Tässä suhteessa Fernándezin julkaisussa (2009) tosin esitetään yksimielisiä arvioita odotetusta osakeriskipreemiosta vuosina 2000 ja 2004. Vuoden 2004 osakeriskipreemion arvo on yli 6 prosenttia, kun sen arvo vuonna 2000 oli noin 7 prosenttia. Ennen kyseisen julkaisun ilmestymistä tekemämme arvio, 6,8 prosenttia, oli oikea ja sijoittui tähän vaihteluväliin.

Seuraava kuvio osoittaa 150:ssä rahoituksen ja arvonmäärityksen oppikirjassa käytetyn tai suositellun vaaditun osakeriskipreemion liukuvan keskiarvon kehittymisen (viiden edellisen vuoden aikana).



1.2 *Beeta-arvo*

LECG:n raportissa esitetään epäilyjä arvonmäärityksen erikoistuneiden yksityisten yhtiöiden esittämien beeta-arvoa koskevien arvioiden käytöstä. Seuraavassa ovat linkit tutkimuksiin, joihin viittaamme:

Carrere (käyttämämme tiedot ovat raportin sivulla 5):

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

Studio Babelsberg (ks. s. 10):

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

Mielestämme yksityinen sijoittaja etsisi tietoa juuri tällaisilta sivuilta määrittääkseen ennakkoarvion beeta-arvosta. Näillä analyytikoilla on erikoisosaamista ennakkoarvioiden arvioimiseksi.

Näissä kahdessa tutkimuksessa esitetään beeta-arvot tietyille Ciudad de la Luzin läheisille kilpailijoille.

LECG:n tutkimuksessa laajasti mutta valikoivasti lainattu kirjoittaja Pablo Fernández on kirjoittanut runsaasti siitä, että historialliset beeta-arvot (kuten LECG:n ehdottamat) ovat lähes merkityksettömiä.

Julkaisussaan "Are calculated betas worth for anything?" (Working paper, IESE Business School) Pablo Fernández (2008) esittää vankkoja perusteita laskettujen beeta-arvojen käyttöä vastaan arvonmäärityksissä:

Osoitamme, että yleisesti ottaen on merkittävä virhe käyttää historiallista beeta-arvoa odotetun beeta-arvon kuvaajana. Tämä johtuu ensinnäkin siitä, että merkityksellisen beeta-arvon laskeminen on lähes mahdotonta, koska historialliset beeta-arvot muuttuvat jyrkästi päivästä toiseen. Toiseksi on hyvin usein mahdotonta sanoa tilastollisella luotettavuudella, että yhden yrityksen beeta-arvo on pienempi tai suurempi kuin toisen. Kolmanneksi, historialliset beeta-arvot eivät monissa tapauksissa ole kovin järkeviä: suuririskisillä yrityksillä on hyvin usein suurempia historiallisia beeta-arvoja kuin pieniriskisillä yrityksillä. Neljänneksi, historialliset beeta-arvot vaihtelevat suuresti sen mukaan, mitä indeksiä niiden laskennassa on käytetty. […] [1] (alleviivaus komission)

Kolmas Fernándezin (2008) edellä esittämä perustelu osoittaa myös, että LECG:n esittämät beeta-arvot eivät voi pitää paikkaansa. Fernández itse asiassa väittää, että suuririskisillä yrityksillä on suuri beeta-arvo. Tämä on hyvin loogista: suuririskisen hankkeen (kuten CDL:n) vaaditun tuoton pitäisi olla suurempi kuin hajautetun salkun (esimerkiksi IBEX 35) tuoton.

[1] Myös Damodaran (Damodaran, Aswath (1994), Damodaran on Valuation, New York: John Wiley and Sons) havainnollistaa tämän laskemalla Disney-yhtiön beeta-arvon. Päivittäisten tietojen perusteella hän saa arvoksi 1,33, viikoittaisten tietojen perusteella 1,38, kuukausittaisten tietojen perusteella 1,13, neljännesvuosittaisten tietojen perusteella 0,44 ja vuosittaisten tietojen perusteella 0,77. Käyttäen kolmen vuoden jaksoa hän saa arvoksi 1,04; viiden vuoden jakson perusteella arvo on 1,13 ja kymmenen vuoden jakson perusteella 1,18. Beeta-arvo riippuu myös vertailuarvona käytetystä indeksistä. Näin ollen Dow 30 -indeksiin perustuva beeta-arvo on 0,99, S&P 500 -indeksiin perustuva beeta-arvo on 1,13, ja Wilshire 5000 -indeksin mukainen beeta-arvo on 1,05.

Eräässä toisessa Espanjaan keskittyvässä julkaisussa ("On the instability of betas: the case of Spain", 2008, Working paper, IESE Business School) Pablo Fernández osoittaa uudelleen, että on vakava virhe käyttää historiallisten tietojen perusteella laskettuja beeta-arvoja pääoman vaaditun tuoton laskemiseen.

"Se on virhe seitsemästä syystä:

1. koska historiallisten tietojen perusteella lasketut beeta-arvot muuttuvat huomattavasti päivästä toiseen

2. koska lasketut beeta-arvot vaihtelevat hyvin suuresti sen mukaan, mitä osakeindeksiä käytetään markkinoiden vertailuarvona

3. koska lasketut beeta-arvot vaihtelevat hyvin suuresti sen mukaan, millaista historiallista ajanjaksoa (5 vuotta, 3 vuotta jne.) niiden laskemiseen käytetään

4. koska lasketut beeta-arvot vaihtelevat sen mukaan, millaisia tuottoja (kuukausittaisia, vuosittaisia jne.) niiden laskemiseen käytetään

5. koska hyvin usein emme tiedä, onko yhden yrityksen beeta-arvo pienempi vai suurempi kuin jonkin toisen yrityksen

6. koska lasketut beeta-arvot korreloivat hyvin vähän osakkeiden tuottojen kanssa

7. koska beeta-arvojen laskennassa käytettyjen regressioiden korrelaatiokertoimet (ja R2) ovat hyvin pieniä."

Julkaisussa esitetään useita esimerkkejä kaikkien seitsemän väitteen tueksi.

2. **Merkityksellinen ajanjakso**

Edellisessä analyysissämme käytimme vuotta 2004 viitevuotena nettonykyarvon laskemiseksi, koska silloin koko 199,4 miljoonan investointiin oli sitouduttu. Voimme kuitenkin helposti tehdä saman analyysin vuodesta 2000. Tulokseksi saatava WACC-arvo olisi suurempi kuin vuonna 2004 ([1]), koska markkinariskipreemio on suurempi (Fernándezin keräämien tietojen mukaan sen pitäisi olla noin 7 prosenttia, ks. 1.1 kappale) ja riskitön korko on korkeampi (Espanjan riskitön korko oli 5,53 prosenttia vuonna 2000 ([2])). Näin ollen 8,84 prosentin sisäinen tuottoaste olisi yhä paljon pienempi kuin pääomakustannukset (tarkemmin ilmaistuna: WACC = 5,53 % + 1,59 x 7 % = 16,66 %).

Voidaan mennä vielä askel pidemmälle ja laskea hankkeen nettonykyarvo vuonna 2000. Pitäen mielessä kaikki varaukset, joita esitimme edellisessä analyysissämme (eli kassavirtojen ja lopullisen arvon laskemiseen käytettyjen muuttujien – luonnollisesti WACC-arvoa lukuun ottamatta – käyttö sellaisinaan), päädymme seuraavaan negatiiviseen nettonykyarvoon:

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

([1]) Laskelmiemme mukaan WACC oli 14,91 prosenttia vuonna 2004, kun riskittömän koron arvona käytetään 4,1 prosenttia ja markkinariskipreemion arvona 6,8 prosenttia.

([2]) Ks. OECD:n tilastot.

3. **Rahoituksen suhdeluvut**

Raportissaan LECG yhtyy kantaamme siitä, että CAPM-malli on oikea väline arvioida ennakoituja pääomakustannuksia. Lisäksi raportissa ei esitetä mitään perusteluja, joiden vuoksi olisi syytä hylätä sijoitetun pääoman tuoton (ROCE) käyttäminen WACC:n kuvaajana. Tästä syystä ei ole tarpeen toistaa jo aiemmassa muistiossa esitettyjä perusteluja. Saattaa silti olla hyödyllistä muistuttaa, miksi sijoitetun pääoman tuotto on asianmukaisin suhdeluku. Jos halutaan luoda kilpailijoiden historiallisiin tietoihin perustuva vertailuarvo sijoittajien vaatiman vähimmäistuoton määrittämiseksi, asianmukainen kuvaaja olisi kyseisen alan keskimääräinen sijoitetun pääoman tuotto, koska yrityksen taloudellinen kannattavuus mitataan jälkikäteen sijoitetun pääoman tuoton ja pääomakustannusten erotuksena.

4. **Investoinnin laajentaminen hotelleihin ja toimistotiloihin**

Tässä kohdassa esitetyt väitteet perustuvat uusiin tietoihin eli kuuteen maa-alueen arvoa koskevaan arviointiin. Ensimmäiseksi todettakoon, että nämä tiedot esitettiin jälkikäteen eivätkä ne siten olleet mahdollisen sijoittajan käytettävissä investoinnin ajankohtana ([1]). Toiseksi huomautamme, että Arthur Andersen -yhtiön raportissa mainitaan vain mahdollisuus hotellikokonaisuuden (vaihe III) ja tiettyjen toimistotilojen (vaihe IV) rakentamisesta. Raportti sisältää hotellien ja toimistotilojen rakentamista koskevan kustannusarvion, mutta ei arviota niihin liittyvistä tuloista. Näin ollen siitä puuttuvat tiedot, joiden perusteella voitaisiin arvioida maa-alueen rakentamisen kannattavuutta. Vaiheiden III ja IV toteuttamisesta ei esitetä liiketoimintasuunnitelmaa. Consultia IT -yhtiön laatimassa liiketoimintasuunnitelmassa hotelleihin viitataan vain epäsuorasti mainitsemalla alue, jolla tarjotaan täydentäviä palveluja, ja toimistoja ei edes mainita. Lisäksi näitä toimintoja ei käsitellä lainkaan talous- ja rahoitusennusteita koskevassa osassa. Toisin sanoen yksityisille sijoittajille ei olisi missään vaiheessa esitetty maa-alueen rakentamista koskevaa liiketoimintasuunnitelmaa. Tämä merkitsee sitä, että hankkeen ennakkoarviointi olisi tehtävä ainoastaan elokuvastudioita koskevan liiketoimintasuunnitelman perusteella; kaikki asiaa koskevat tiedot viittaavat itse asiassa siihen, että maa-alueen rakentaminen ei kuulunut alkuperäiseen liiketoimintasuunnitelmaan. LECG:n huhtikuussa 2008 esittämien huomautusten 5 kappaleessa (Ciudad de la Luzin hotellikokonaisuuden ja kauppakeskusalueen operatiivinen arvo) todetaan nimenomaisesti, että palvelukokonaisuuteen (hotelleihin ja kauppakeskukseen) tehtävän investoinnin yksityiskohtia ei analysoitu kummassakaan liiketoimintasuunnitelmassa, koska i) mainitut palvelut rakennettaisiin joka tapauksessa elokuvastudion jälkeen ja ii) studion kannattavuus oli riittävän suuri, ja sen vuoksi sillä hetkellä ei ollut tarpeen analysoida muita kassavirtoja, joita Ciudad de la Luz saattaisi tuottaa.

Ainoat maa-alueen arvioinnin kannalta merkitykselliset tiedot sisältyvät Ciudad de la Luzin vuonna 2005 saamiin hotellien ja kauppakeskuksen rakentamista ja toimintaa koskeviin tarjouksiin, jotka esitettiin edellä mainitussa 5 kappaleessa. Ne muodostavat markkinoiden tekemän arvion investointipäätöksen ajankohdalta, jolle lisäksi oli tunnusomaista kiinteistöjen hinnannousu. Kuten seuraavassa kappaleessa selitetään, Eurovalin hinta-arviot eivät anna asianmukaista kuvaa maa-alueiden arvosta.

Sellaisen nettonykyarvon laskemiseksi, johon sisältyy tämä maa-alueen rakentaminen, on mahdollista käyttää markkinoiden määrittämää hintaa (se, että hinta on suhteellisen alhainen, kuten Espanjan viranomaiset myöntävät, osoittaa, että tämä kiinteistöhanke ei vaikuttanut yksityisten sijoittajien kannalta kovin houkuttelevalta).

Seuraavassa taulukossa esitetään nettonykyarvoa koskevat laskelmat, joihin sisältyy rakennustoiminta vuonna 2005 tehtyjen tarjousten pohjalta (560 000 euroa vuodessa inflaatioon mukautettuna, kuten LECG toteaa). Kuten voidaan nähdä, nettonykyarvo pysyy negatiivisena.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Kassavirta	– 884	– 1 792	– 2 601	– 118 177	– 55 813	– 25 088	4 462
Hotellien kuluttajahintaindeksi				1,000	1,021	1,042	1,064
Hotellit				560	572	584	596
Yhteensä	– 884	– 1 792	– 2 601	– 117 617	– 55 241	– 24 504	5 058
Diskonttokorko	(1 + WACC)^2	1 + WACC	1	1/(1 + WACC)	1/(1 + WACC)^2	1/(1 + WACC)^3	1/(1 + WACC)^4

([1]) LECG:n 25. huhtikuuta 2008 päivätty raportti on samansuuntainen, sillä sen alussa (2.1 kohdan alussa) todetaan, että markkinataloussijoittajaperiaatteen soveltamisen kannalta merkityksellinen kysymys kuuluu, oliko hanke investoinnin tekoajankohtana saatavilla olleiden tietojen mukaan riittävän kannattava, jotta myös yksityinen sijoittaja olisi päättänyt toteuttaa investoinnin? […] Investointipäätöstä on analysoitava etukäteisnäkökulmasta.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
14,91 %	1,3204	1,1491	1,0000	0,8702	0,7573	0,6591	0,5735
Diskontattu kassavirta	**– 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	Nettonykyarvo
5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	*80 447*	
1,087	1,110	1,133	1,157	1,181	1,206	
609	621	634	648	661	9 401	
6 135	7 182	7 476	8 705	8 968	89 848	
1/(1 + WACC)^5	1/(1 + WACC)^6	1/(1 + WACC)^7	1/(+ WACC)^8	1/(1+/WAC-C)^9	1/(1 + WACC)^10	
0,4991	0,4344	0,3780	0,3290	0,2863	0,2491	
3 061,91	**3 119,74**	**2 826,09**	**2 863,46**	**2 567,38**	**22 383,73**	**– 126 445,48**

Euroval laati joukon maa-alueen arvoa koskevia arvioita. Näiden raporttien tilaaja oli Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana, joka oli Ciudad de la Luziin (CDL) investoinut sijoittaja. Raporteilla pyritään antamaan objektiivinen hinta-arvio CDL-kokonaisuuden hotellien ja toimistojen rakentamiseen käytettävästä maa-alueesta. Niissä esitetään vuosia 2000, 2002 ja 2009 koskevat hinta-arviot. Kunkin vuoden osalta arvioidaan kahden maa-alueen hinta, joista toinen on tarkoitettu hotellikokonaisuuden, toinen toimistorakennusten rakentamiseen. Näin arviointiraportteja on yhteensä kuusi.

Koska raporteissa käytetään suurin piirtein samoja menetelmiä, eräät huomautuksistamme ovat yleisluonteisia. Viitattaessa johonkin tiettyyn väitteeseen mainitaan myös vastaava raportti.

Tässä muistiossa kuvaillaan edellä mainittujen raporttien puutteita ja tullaan siihen johtopäätökseen, että niissä esitetyt arviot ovat epäluotettavia. Lisäksi muistiossa huomautetaan, että arviointiraportti on ristiriidassa eräiden Espanjan viranomaisten aiemmin toimittamissa asiakirjoissa esitettyjen väitteiden kanssa. Muistiossa myös viitataan sellaisiin tietoihin, joita olisi voitu käyttää maa-alueen arvon arviointiin.

4.1 *Raportit*

Kuten voidaan nähdä, Euroval ei ole allekirjoittanut eikä leimannut mitään näistä raporteista, joten ei ole mitään näyttöä siitä, että yritys ottaa vastuun arvioista.

Espanjan viranomaiset toteavat, että vuosina 2000 ja 2002 laaditut maa-alueen hinta-arviot eivät täytä rakennusten arvon arviointia koskevan ministeriön päätöksen ECO 805/2003 vaatimuksia, koska niiden käyttötarkoitus ei sisälly päätöksen soveltamisalaan (esimerkiksi raportin sivulla 3 oleva toimistotiloja koskeva vuoden 2000 arvio). Sitä, miksi kyseistä ministeriön päätöstä ei pitäisi soveltaa, ei selitetä. Kyseinen ministeriön päätös mainitaan myös maan arvonmäärityksestä annetun lain 6/1998 yhteydessä (mainitun raportin sivulla 13). Raportissa katsotaan, että koska kyseessä on vuonna 2002 takautuvasti tehty vuotta 2000 koskeva arvio, arvion tekevä tekninen työryhmä voi vapaasti soveltaa tavoitteen kannalta tarkoituksenmukaisimpina pitämiään tarkistuksia ja hypoteeseja. Näitä ”tarkistuksia” ja ”hypoteeseja” ei kuitenkaan selitetä lähemmin. Lisäksi ei ole selvää, miksi voimassa olevaa lakia ei voida soveltaa etenkään maa-alueen hinnan arviointiin. Sitäkään, miksi kyseisenä ajankohtana voimassa olleita lakeja ei sovelleta, ei perustella.

Raportti, jossa esitetään tämänhetkinen (2009) hinta-arvio toimistorakennuksiin tarkoitetusta maa-alueesta, sisältää vielä yllättävämmän lausuman. Siinä väitetään, että tällä hetkellä voimassa olevan lainsäädännön nojalla sovellettavia arviointimenetelmiä voidaan mukauttaa, koska arvioinnin kohteena on kyseisenä ajankohtana tehty apportti ja siksi tekninen työryhmä voi vapaasti soveltaa tavoitteen kannalta tarkoituksenmukaisimpina pitämiään tarkistuksia ja hypoteeseja. Toisin sanoen koska arviointi ei johda rahataloustoimeen, voidaan lain mukaan käytettäviä

arviointimenetelmiä muuttaa. Tarkemmin sanottuna tekninen työryhmä myöntää, että se voi mielestään tehdä ”tavoitellun tavoitteen” kannalta asianmukaisina pitämiään tarkistuksia, koska asiaan ei liity todellista rahansiirtoa/liiketointa.

Näin ollen ei ole ihme, että Euroval ei ole virallisesti hyväksynyt mitään näistä kuudesta raportista.

4.1. a Toimistotilojen rakentamista koskevat raportit (NNT-tontti)

Raporteissa olisi myös pitänyt selittää tarkemmin, mitä maan ”käyttö palvelualan tarkoituksiin” tarkoittaa.

Näiden raporttien räikein puute on se tapa, jolla niissä määritetään Ciudad de la Luz -kokonaisuuden toimistotilojen vertailuarvohinnat. Vuoden 2000 raportin sivulla 18 luetellaan yhdeksän liiketointa sekä niissä maksetut neliömetrihinnat. Liiketoimet toteutettiin joulukuun 1999 ja syyskuun 2000 välisenä aikana, ja keskimääräinen maksettu neliömetrihinta oli 1 111,7 euroa. Tämä on Ciudad de la Luz -kokonaisuuden toimistotilojen vertailuarvona käytetty hinta.

Ciudad de la Luz -kokonaisuus sijaitsee Alicanten kaupungin ulkopuolella ja teollisuusalueen (polígono industrial) vieressä. Sitä vastoin edellä mainitut yhdeksän liiketointa koskivat toimistoja (keskimääräinen koko: 115,26 neliömetriä), jotka sijaitsevat Alicanten arvostetuimmilla liikekaduilla. Näiden liiketoimien käyttäminen Ciudad de la Luziin rakennettavien 66 576,54 neliömetrin suuruisten toimistotilojen vertailuarvon määrittämiseen ei yksinkertaisesti ole järkevää.

Raportissa käytetään Espanjan kuluttajahintaindeksiä (Indice de Precios al Consumo, IPC) nykyisten arvojen deflatoimiseksi. IPC-kuluttajahintaindeksiä käytetään etenkin maa-alueen nykyisen arvon deflatoimiseksi vuoteen 2000 (s. 24). Kuten nimestäkin käy ilmi, kuluttajahintaindeksi ei sisällä omaisuuserien hintojen inflaatiota, vaan se lasketaan kulutustavarakorin perusteella. Kuluttajahintaindeksin käyttäminen maa-alueiden ja/tai kiinteistöjen arvon deflatoimiseen ei ole läheskään vaaratonta seuraavassa esitetyistä syistä.

Kuten hyvin tiedetään, Espanjassa vallitsi yli kymmenen vuoden ajan asuntoalan noususuhdanne (maan nykyiset makrotaloudelliset ongelmat johtuvat huomattavassa määrin tuosta kuplasta). Sen seurauksena maan hinnat nousivat paljon nopeammin kuin yleinen kuluttajahintaindeksi.

Espanjan asuntoministeriön kokoamien tilastojen mukaan (Ministerio de Vivienda, http://www.mviv.es/es/) asuntojen hinnat nousivat Alicanten maakunnassa 122,2 prosenttia vuoden 2000 ensimmäisen ja vuoden 2009 kolmannen vuosineljänneksen välisenä aikana (tämä ajanjakso on valittu siksi, että se vastaa Eurovalin vuonna 2000 laatimassa raportissa käytettyä, tammikuusta 2000 elokuuhun 2009 ulottuvaa ajanjaksoa). Pikainen silmäys aikasarjoihin osoittaa, että asuntojen hinnat nousivat nopeimmin kyseisen ajanjakson alussa.

Samasta tilastolähteestä saadaan tietoja myös maan hinnoista. Valitettavasti kyseinen aikasarja alkaa vasta vuodesta 2004. Kaupunkimaan keskimääräinen neliömetrihinta Alicanten maakunnassa oli vuoden 2004 ensimmäisellä neljänneksellä 234,3 euroa. Vastaava luku Alicanten maakunnan yli 50 000 asukkaan kunnissa oli vuoden 2004 ensimmäisellä neljänneksellä 464,9 euroa neliömetriltä.

Koska sellaisten maa-alueiden hinta, joita voidaan todella käyttää kaupunkimaan rakentamiseen, on läheisessä yhteydessä asuntojen hintoihin, on mahdollista saada maan hintoja vuoden 2000 ensimmäisen ja vuoden 2003 neljännen vuosineljänneksen välisellä ajanjaksolla koskevan deflaattorin likiarvo tarkastelemalla asuntojen hintojen inflaatiota samalla kaudella. Espanjan asuntoministeriön mukaan Alicanten maakunnan asuntojen hinnat nousivat 80,1 prosenttia vuoden 2000 ensimmäisen ja vuoden 2003 kolmannen neljänneksen välillä.

Riippumatta siitä, sovelletaanko koko maakunnan keskimääräistä maan hintaa (234 euroa neliömetriltä vuoden 2004 ensimmäisellä neljänneksellä) vai maan hintaa suurissa kunnissa (464,9 euroa neliömetriltä), tämän suuruusluokan deflaattoria (noin 80 prosenttia) käyttämällä saadaan maan hinnaksi vuoden 2000 ensimmäisellä neljänneksellä paljon Eurovalin raportissa ilmoitettua alempi hinta.

On myös syytä mainita, että raportit ovat keskenään ristiriitaisia hintojen kehityksen suhteen. Kuten edellä mainittiin, vuoden 2000 raportin sivulla 18 luetellaan yhdeksän liiketointa sekä niissä maksetut neliömetrihinnat. Liiketoimet toteutettiin joulukuun 1999 ja syyskuun 2000 välisenä aikana, ja keskimääräinen maksettu neliömetrihinta oli 1 111,7 euroa. Tämä on Ciudad de la Luz -kokonaisuuden toimistotilojen vertailuarvona käytetty hinta.

Vuoden 2009 raportissa käytetään samaa menetelmää. Sivulla 18 luetellaan seitsemän huhtikuusta 2007 joulukuuhun 2008 toteutettua liiketointa. Keskimääräinen arvo on 2 736,22 euroa neliömetriltä. Näin ollen vuoden 2009 raportissa esitetään selvää näyttöä siitä, että kiinteistöhintojen inflaatio oli paljon suurempi kuin vuoden 2000 raportissa käytetty 33,5 prosenttia. Vertailemalla näitä kahta raporttia saamme inflaatioksi 146,1 prosenttia. Tämä vastaa Espanjan asuntoministeriön raportteja: vuoden 2000 ensimmäisen ja vuoden 2008 toisen neljänneksen välisenä aikana (jolloin useimmat vuoden 2009 raportissa mainitut liiketoimet toteutettiin) asuntojen hinnat nousivat Alicanten maakunnassa 152,1 prosenttia.

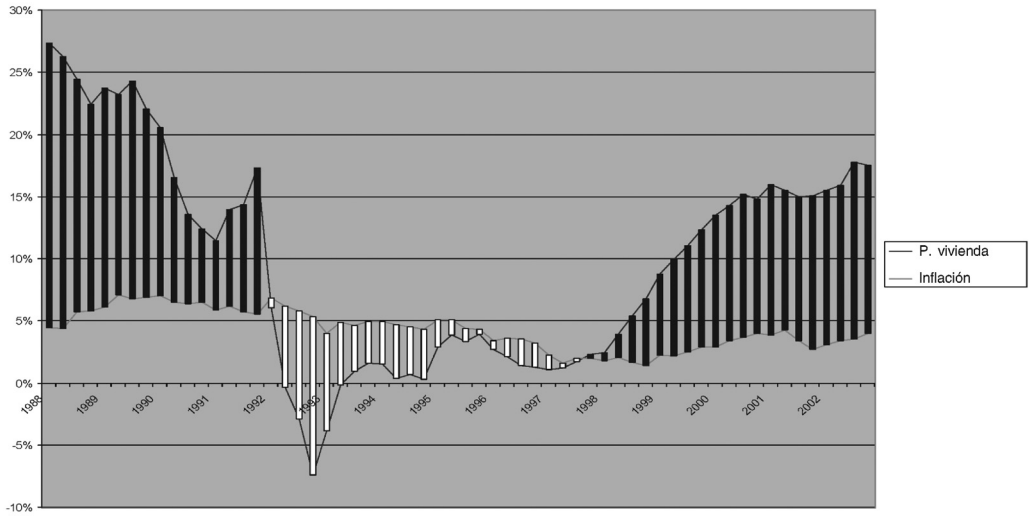
Se, että vuoden 2009 raportin luvut on deflatoitu 15 prosentilla nykyhintojen määrittämiseksi, ei muuta kokonaiskuvaa asiaan liittyvistä mittasuhteista.

Muistutamme myös, että Alicanten keskustan pienten toimistojen hintojen käyttäminen Ciudad de la Luz -kokonaisuuden vertailuarvon määrittämiseksi ei ole järkevää.

On syytä pitää mielessä myös kaksi muuta huomautusta. Ensinnäkin kiinteistöjen hintojen noustessa maan hinta nousee yleensä nopeammin kuin valmiiden asuntojen hinnat. Joka tapauksessa asuntohintaindeksissä maan hinnan inflaatio ei näy riittävästi. Toiseksi, suurten kuntien keskimääräinen maan hinta ei luultavasti ole CDL:n kaltaisissa paikoissa sijaitsevien maa-alueiden hintojen suhteen edustava. Useimmat tämän keskihinnan määrittämiseen käytetyt tiedot ovat peräisin kaupungeissa tai niiden välittömässä läheisyydessä (kuten esikaupunkien asuinalueilla) sijaitsevista maa-alueista; CDL sijaitsee kaupungin ulkopuolella alueella, jossa on vähän (jos lainkaan) asuinrakennuksia.

Asuntojen hintojen inflaatiota kuvaa Madridin Carlos III -yliopistossa toisen vuoden opiskelijoiden opetuksessa käytettävä opetusmateriaali, joka on saatavilla osoitteessa http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/ (materiales, Tema I, kuva 67) ja joka esitetään seuraavassa. Tämä käyrä vahvistaa, että asuntojen hinnat ovat nousseet paljon kuluttajahintaindeksiä nopeammin.

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



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

Kaikissa raporteissa esitetyt perustelut, joilla pyritään osoittamaan, että maa-alueen rakentamisen kustannukset ovat olemattomat, ovat varsin kevyitä, sillä rakentamiseen liittyisi väistämättä eräitä lisäkustannuksia.

Toimistokokonaisuuden (NNT) tapauksessa kahden arviointimenetelmän (dynaaminen jäännösmenetelmä ja kuluttajahintaindeksin kasvu) avulla saavutettujen arvojen välinen 35 prosentin (2002) tai yli 50 prosentin (2000) välinen ero on osoitus siitä, että arviot ovat hyvin teoreettisia.

4.1.b Hotellikokonaisuuden rakentamiseen osoitetun maa-alueen (NNH-tontti) hinta-arviota koskevat raportit

Vuosina 2000 ja 2002 laaditut toista tonttia ("NNH-tontti") koskevat raportit kärsivät samoista puutteista (epäasianmukaisen deflaattorin käyttö, Espanjan lainsäädännön mukaisten arviointimenetelmien käyttämättä jättämisen perustelemattomuus jne.). Kuten edellä mainittiin, mitään näistä raporteista ei ole allekirjoitettu tai leimattu.

On kuitenkin paikallaan esittää eräitä lisähuomautuksia. Vuosien 2000 ja 2002 raporteissa määritetään hotellihuoneiden vertailuarvohinnat keskimääräisten hintojen avulla. Lähdettä ei kuitenkaan ilmoiteta, eikä ole selvää, koskevatko hinnat Alicanten maakuntaa (vuoden 2002 raportti) vai Valencian itsehallintoaluetta (vuoden 2000 raportti).

Tulokseksi saatavat keskihinnat ovat vuoden 2000 raportissa 44,95 euroa yöltä ja vuoden 2002 raportissa 47,65 euroa yöltä. Vaikka näiden arvojen lähdettä ei ole mainittu, ne ovat aikaisempien lukujen mukaisia.

Sitä vastoin vuoden 2009 raportissa luetellaan kuusi hyvällä paikalla sijaitsevaa neljän tai viiden tähden hotellia, joiden perusteella vertailuarvohinta määritetään. Tulokseksi saadaan 104 euroa yöltä. Sitä, miksi vertailuarvohintojen määrittämiseen käytetään eri menetelmää kuin vuosien 2000 ja 2002 raporteissa, ei selitetä.

Erityisesti on vaikea ymmärtää, miksi määrittely perustuu neljän ja viiden tähden hotelleihin. Komissio pohtiikin, onko olemassa mitään viitteitä siitä, että Alicanten ulkopuolella moottoritien ja teollisuusalueen vieressä sijaitseville neljän tai viiden tähden hotelleille olisi kysyntää.

Samoin on varsin paljastavaa, että ainoa CDL-kokonaisuuden lähellä sijaitseva hotelli on jätetty pois. Se on IBIS-hotelli, jonka hinnat lähtivät 49 eurosta yöltä kesällä 2010 (http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml, tarkistettu 24. helmikuuta 2010). Lisäksi golfkentän vieressä (ja suhteellisen lähellä CDL:ää) sijaitsevista luksushuoneistoista perittiin 80 euroa yöltä elokuussa 2010 (huippusesonki, ks. http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, tarkistettu 24. helmikuuta 2010).

Myös NNH-tonttia koskeva vuonna 2009 laadittu raportti sisältää eräitä yllättäviä väittämiä. Aluksi on miellyttävä yllätys huomata, että käytetty arviointimenetelmä on lainsäädännön mukainen (sivulla 13 todetaan, että menetelmäviitteet ovat kiinteistöjen arvon arviointia koskevassa ministeriön päätöksessä ECO 805/2003 sekä maan arvonmäärityksestä 13 päivänä huhtikuuta 1998 annetussa laissa 6/1998 asetetut kriteerit, sillä arvioinnin tarkoituksena on määrittää nykyinen arvo). Sivulla 25 kuitenkin huomataan, että viime kädessä arviointiraportissa ei ole noudatettu ministeriön päätöksessä asetettuja vaatimuksia: "Maaliskuussa 2003 kiinteistöjen arvon arvioinnista annetun ministeriön päätöksen ECO 805/2003 61 artiklan 1 kohdan b alakohdan mukaisesti huomautamme, että tässä arviointiraportissa ei muodollisesti noudateta kyseistä päätöstä, koska arvioinnin tarkoitus ei sisälly päätöksen soveltamisalaan" ("por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma").

On myös mielenkiintoista huomata, että kyseisten kahden tontin (NNH ja NNT) neliömetrihintoja koskevien arvioiden välillä on valtava ero. Vaikka suunnitellut erilaiset käyttötarkoitukset (toimistot ja hotellit) voivat kiistämättä selittää eron osittain, kuilu on silti hätkähdyttävä. Hotellien osalta neliömetrihinnat vaihtelevat 144,12 eurosta (2000) 188,35 euroon (2009). Toimistotilojen osalta vastaava neliömetrihintojen vaihtelu on 491,64 eurosta (2000) 800 euroon (2009). Komissio pohtiikin, mikä voi selittää näin huomattavan eron kahden vierekkäisen tontin hintakehityksessä (inflaatiossa) ja miten on mahdollista selittää tämä yli 300 prosentin ero.

Olisiko pääteltävä, että tämä johtuu siitä, että hotellitontin arvon arviointiin käytetty menetelmä on lähempänä laissa säädettyjä vaatimuksia vai johtuuko se hotelliyöpymisten hintojen suuremmasta avoimuudesta.

Raporteissa (esimerkiksi vuoden 2009 raportin sivuilla 18–19) väitetään myös, että muuttuvat kustannukset ovat 50 prosenttia tuloista. Komissio kysyykin, mistä arvio näin suurista marginaaleista on peräisin.

Rakennuskustannukset on arvioitu vertailuarvohintamallin perusteella. Vuosien 2000 ja 2002 raporteissa on käytetty asianmukaisia lukuja. Vuoden 2009 raportissa käytetään kuitenkin lukua vuodelta 2006. Komissio ihmettelee syytä tähän.

4.2 *Riskipreemiot*

Toteamme myös, että raporteissa (esimerkiksi vuoden 2000 raportin sivuilla 12 ja 26) myönnetään, että investointi hotellipalveluihin on riskialttiimpi kuin investointi toimistotiloihin. Espanjan viranomaiset ovat koko ajan johdonmukaisesti suunnitelleet "hotellikokonaisuuden" rakentamista.

Vastaavasti raportissa ilmoitetaan, että diskonttokorko (tipo de actualización) saadaan seuraavalla kaavalla (vuoden 2000 raportin sivu 16):

i = riskitön korko + riskipreemio

Samalla sivulla olevassa taulukossa esitetään sovellettavat vähimmäisriskipreemiot. Kyseiset preemiot ovat suurempia kuin Ciudad de la Luziin tehtävän investoinnin odotettu tuotto.

Lopuksi, vuoden 2000 raportin sivulla 21 esitetyissä laskemissa käytetty riskipreemio (10 prosenttia) on pienempi kuin vastaavassa taulukossa sivulla 16 esitetty riskipreemio (11 prosenttia.)

4.3 *Uskottavat arviot*

Uskottavien hinta-arvioiden tekemiseksi maa-alueista olisi pitänyt esittää hinta-arviot noin 2000:sta kooltaan ja sijainniltaan (Aguas Amargasin teollisuusalueen vieressä) vastaavasta tontista, jotka on tarkoitettu ”palvelualan käyttöön” ja ”hotellitoimintaan”.