II

(Nem jogalkotási aktusok)

HATÁROZATOK

A BIZOTTSÁG HATÁROZATA

(2012. május 8.)

az SA.22668. (C 8/08. (korábbi NN 4/08.)) számú állami támogatásról

(az értesítés a C(2012) 3025. számú dokumentummal történt)

(Csak a spanyol nyelvű szöveg hiteles)

(EGT-vonatkozású szöveg)

(2013/126/EU)

AZ EURÓPAI BIZOTTSÁG,

tekintettel az Európai Unió működéséről szóló szerződésre és különösen annak 108. cikke (2) bekezdésének első albekezdésére,

tekintettel az Európai Gazdasági Térségről szóló megállapodásra és különösen annak 62. cikke (1) bekezdésének a) pontjára,

miután a fent említett rendelkezéseknek megfelelően felhívta az érdekelt feleket észrevételeik megtételére [1] és tekintettel ezekre az észrevételekre,

mivel:

I. ELJÁRÁS

(1) 2007. február 22-én a Bizottsághoz állami támogatással kapcsolatos panasz érkezett „A” panaszostól [2] a Valencia régió által a Ciudad de la Luz filmstúdió javára nyújtott állítólagos támogatásról. „A” panaszos 2007. március 15-én megerősítette, hogy panasza továbbítható a spanyol hatóságoknak.

(2) 2007. április 10-én a Bizottság a teljes panaszt továbbította a spanyol hatóságoknak, és tájékoztatást kért az állítólagos támogatásról. A Bizottság korábban nem kapott bejelentést, amelyben valenciai filmszakmai támogatási intézkedés állami támogatási szempontú jóváhagyását kérték volna.

(3) A határidő meghosszabbítására irányuló 2007. április 18-i kérelmüket követően (amelyet a Bizottság április 24-én jóváhagyott) a spanyol hatóságok 2007. június 15-én válaszoltak a Bizottság tájékoztatás iránti megkeresésére.

(4) 2007. április 30-án „A” panaszos továbbította a *Variety* című folyóiratban közzétett cikkekre mutató hivatkozásokat; e cikkekben állítólag a Valenciában filmkészítéshez nyújtott támogatásokat mutatták be, és megerősítették, hogy a Ciudad de la Luz nagy költségvetésű filmprodukciókat vonz [3].

(5) A Bizottság 2007. július 13-án további tájékoztatást kért a spanyol hatóságoktól. A határidő meghosszabbítására irányuló 2007. július 18-i kérelmüket követően (amelyet a Bizottság július 19-én jóváhagyott) a spanyol hatóságok 2007. október 8-án válaszoltak a Bizottság tájékoztatás iránti megkeresésére.

(6) 2007. július 15-én a Bizottsághoz panasz érkezett „B” panaszostól [4]. Miután a Bizottság megszerezte a panaszos beleegyezését, 2007. augusztus 2-án továbbította panaszát a spanyol hatóságoknak.

(7) 2008. február 13-án kelt levelében a Bizottság tájékoztatta a spanyol hatóságokat arról a döntéséről, hogy az említett támogatással kapcsolatban megindítja az Európai Unió működéséről szóló szerződés (EUMSZ) 108. cikkének (2) bekezdése szerinti eljárást. Spanyolország erre 2008. április 28-án válaszolt.

(8) Az eljárás megindításáról szóló bizottsági határozatot kihirdették az *Európai Unió Hivatalos Lapjában* [5]. A Bizottság felkérte az érdekelt feleket a támogatással kapcsolatos észrevételeik benyújtására.

---

[1] HL C 134., 2008.5.31., 21. o.

[2] „A” panaszos nagyobb európai filmstúdió, amely azonosságának titokban tartását kérte.

[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] „B” panaszos fontos szereplő az európai filmiparban, amely szintén kérte azonosságának titokban tartását.

[5] Lásd az 1. lábjegyzetet.

(9) A Bizottság kézhez vette az érdekelt felek észrevételeit, és 2008. október 3-án továbbította azokat Spanyolországnak. A spanyol hatóságok észrevételei 2008. november 21-én és 2008. december 29-én érkeztek be.

(10) A Bizottság és a spanyol hatóságok 2009. február 11-i értekezletét követően Spanyolország 2009. március 30-án további információkkal szolgált.

(11) A Bizottság 2009. augusztus 26-án további tájékoztatást kért Spanyolországtól, amelyet a spanyol hatóságok 2009. október 20-án adtak meg, és 2010. február 1-jén további információkat közöltek.

(12) A Bizottság 2011. május 24-én további információkat kért, és tájékoztatta Spanyolországot egy független gazdasági tanácsadó, az Ecorys kijelöléséről. Spanyolország 2011. június 7-én válaszolt. A Bizottság 2011. július 22-én küldte meg válaszát Spanyolország részére.

(13) A Bizottság utolsó tájékoztatás iránti megkeresését és az Ecorys jelentését 2011. augusztus 1-jén küldte el Spanyolországnak. Spanyolország 2011. október 3-án nyújtotta be az Ecorys-jelentéssel kapcsolatos észrevételeit. Spanyolország 2012. április 11-én további adatokat szolgáltatott a Ciudad de la Luz SAU-ba történő állami beruházásról.

II. **RÉSZLETES LEÍRÁS**

(14) A Ciudad de la Luz egy Alicante (Valencia) közvetlen közelében található nagy filmstúdió-komplexum. A valenciai regionális kormány (*Generalitat Valenciana*) 2000. október 24-én hozta meg első határozatát arról, hogy a Ciudad de la Luz projektbe kíván befektetni.

(15) A Ciudad de la Luz SA-t 2000. november 2-án jegyezték be. Célja a Ciudad de la Luz telephely népszerűsítéséhez, szervezéséhez és irányításához szükséges tevékenységek ellátása volt, ideértve az audiovizuális és filmgyártó létesítmények megépítését, vezetését és működtetését, valamint más kapcsolódó szabadidős és szálláshely-szolgáltatásra irányuló tevékenységeket.

(16) A Ciudad de la Luz SA eredetileg 600 000 EUR saját tőkéjének 75 %-a a Parque Temático de Alicante SAU – a későbbi Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (SPTCV) – tulajdonában állt. Az SPTCV a valenciai regionális kormány nevében befektetési tevékenységeket folytató, nyilvánosan működő gazdálkodó egység. A fennmaradó 25 %-ot a Producciones Aguamarga SL adta, amely a fennmaradó építési munkálatokért, a Ciudad de la Luz népszerűsítéséért és a stúdiók vezetéséért felelős magánvállalat volt.

(17) 2001 novemberében a jegyzett tőkét 9 millió EUR-ra emelték, és az SPTCV felvásárolt minden további részvényt, ezáltal részesedése 98,4 % lett. Az SPTCV részesedését 2003 februárjában és 2004 májusában újabb jegyzett tőke hasonló felvásárlásával tovább növelte. A Producciones Aguamarga 2004 júliusában eladta a Ciudad de la Luz SA-ban fennálló 0,2 %-os részesedését ([6]) az SPTCV-nek (139 059 EUR-ért). Azóta a valenciai regionális kormány az SPTCV-n keresztül a Ciudad de la Luz SAU jegyzett tőkéje 100 %-ának tulajdonosa. Ettől kezdve a Ciudad de la Luz SAU az SPTCV kizárólagos tulajdonában álló állami vállalat, amely a pályáztatás és a pénzügyi felügyelet tekintetében a közjog hatálya alá tartozik. A Ciudad de la Luzt ugyanakkor továbbra is a Producciones Aguamarga vezeti.

(18) A filmstúdió-komplexum 2005 augusztusában nyitott meg filmgyártási célokra. A tervek szerint a legnagyobb filmprodukcióknak otthont adó stúdió építése 2002-ben kezdődött meg, és három szakaszban zajlott:

— 1. szakasz (lezárult): 6 légkondicionált, összesen 11 000 m^2 területű műterem, gyártást támogató épületek, 15 050 m^2 műhely/raktár, 2 külső forgatási terület (külső díszlet) összesen 14 hektáron,

— 2. szakasz: (a hivatalos vizsgálati eljárás megindítását követően lezárult): étkeztetési létesítmények, adminisztrációs épület, laboratórium az utómunkálatokhoz, és egy harmadik 5 hektáros külső forgatási terület (külső díszlet) és egy víz alatti forgatásra szolgáló tartály,

— 2B. szakasz (a munkálatok nem kezdődtek meg): nagy, mély, természetes horizontot biztosító mesterséges tó,

— 3. szakasz (a munkálatok nem kezdődtek meg): 5 000 m^2 műterem (a tervek szerint a világ legnagyobb műterme), egy másik külső díszlet és 4 televízióstúdió.

(19) A stúdiókomplexum audiovizuális gyártást (mozi, televízió, rádió, internet) oktató egyetemnek is otthont ad, amely egyetem a gyártás minden (művészeti, műszaki, marketing, kommunikációs) szempontjára kiterjedő mesterfokozatú diplomát ad. A 2000-ben készült eredeti tervek további beruházásokat is magukban foglaltak, így

([6]) A 2004. október 7-i tőkeátruházással a Ciudad de la Luz SA-ból Ciudad de la Luz SAU lett, azaz egyszemélyes részvénytársaság (sociedad anónima unipersonal), amelynek jegyzett tőkéje teljes egészében az SPTCV tulajdonában áll.

közeli bevásárlóközpontokat, szállodákat és sportlétesítményeket, amelyekkel pénzbeáramlást kívántak volna teremteni a projekt számára, de ezek a mai napig nem épültek fel. Jóllehet a szükséges földterületet a Generalitat 2004-ben biztosította, és az ezen üzleti vállalkozások koncessziós működtetésére irányuló pályázati felhívást 2005-ben közzétették, az ajánlatok nem voltak elég vonzók, és a további beruházások leálltak.

(20) A Ciudad de la Luz korszerű létesítményeinek bizonyos tulajdonságai révén jóval megelőzte a korlátozott számú nagyobb európai versenytárs stúdiókat a nagy költségvetésű filmek gyártására való kapacitás tekintetében. Az 5 000 m^2-es műterem például, amely a Ciudad de la Luz eredeti tervei között szerepelt, a világ legnagyobb ilyen műterme lett volna ([7]). A Bizottság megjegyzi, hogy a nagy műtermek csak a nagyobb filmprodukciók számára fontosak.

(21) A stúdiót a közelmúltig az Aguamarga Gestión de Estudios SL vezette, amely a filmstúdió ügynökeként járt el a részvényessel kötött többéves ügyvezetési szerződés alapján kifizetett díjazás fejében.

Az SPTCV állami beruházásai és a Ciudad de la Luz üzleti tervei

(22) Az építési munkálatok megkezdése előtt, 1999–2000-ben harmadik személy tanácsadók négy tanulmányban elemezték a Ciudad de la Luz fejlesztésének megvalósíthatóságát, mértékét és stratégiai irányait; e tanulmányokat Spanyolország a hivatalos vizsgálati eljárás során átadta.

(23) E tanulmányok kifejtették a filmprodukciók számának növekedési kilátásait ([8]), összevetették a valenciai régió filmstúdió-építésre alkalmas alternatív helyszíneit ([9]), előzetes elemzést ([10]) és üzleti tervet ([11]) készítettek egy filmstúdió-komplexumhoz. Ezeket a spanyol hatóságok nem nyújtották be a projektet érintő hivatalos állami támogatási vizsgálati eljárás megindításáról szóló bizottsági határozatot megelőzően. Az eljárás megindításáról szóló, 2008. február 22-i határozatban szereplő adatok egy olyan (a Consultia által készített) tanulmányból származnak, amelyet – a spanyol hatóságok által a Bizottsággal közölt információk szerint – 2002-ben készítettek. Az eljárás megindításáról szóló határozatot követően Spanyolország azonban úgy tájékoztatta a Bizottságot, hogy ezt a tanulmányt 2004-ben készítették.

(24) Az Arthur Andersen által kidolgozott 2000. évi üzleti terv következtetései ([12]) pozitívak voltak, ideértve a közép- és hosszú távú jövedelmezőségi kilátásokat is. A filmstúdióprojekt pozitív cash flow-ját ötéves időszakra (2002–2006) dokumentálták, a stúdió épületeinek, egy konferenciateremnek és a filmgyártási és televíziós technikákat oktató iskolának a megépítését követően.

(25) E szakaszok megépítésének költségét 16,9 milliárd PTA-ra (101,7 millió EUR) becsülték. A földterület költségét ez nem tartalmazta, az üzleti terv ezért jelezte, hogy a költségek +/–30 %-kal változhatnak. A projekt befejezéséhez szükséges további szakaszok költségeit nem állapították meg.

(26) Ezen üzleti terv alapján az SPTCV 2000 és 2004 között a jegyzett tőke emelésével és földterületekkel összesen 104 259 759 EUR-t fektetett be a Ciudad de la Luz-ba, vagy vállalt kötelezettséget ilyen beruházásokra. A részletek tekintetében lásd az (53) preambulumbekezdést.

(27) Mivel az építkezés két évvel tovább tartott a vártnál, és a beruházási ütemtervet módosítani és jelentősen növelni kellett, 2004-ben a Ciudad de la Luz/SPTCV új tanulmányt és üzleti tervet rendelt a Consultia társaságtól ([13]). A Consultia szintén pozitívnak értékelte a projekt jövedelmezőségét, és 2004–2014-re szóló üzleti tervében a befektetés pozitív megtérülését mutatta ki az SPTCV számára 2014-ig és hosszabb távon.

(28) A Producciones Aguamarga SL Ciudad de la Luz-ban fennálló részesedését az SPTCV 2004 júliusában 139 059 EUR-ért megvásárolta. Az SPTCV-től eltérően a Producciones Aguamarga SL további összegeket nem fektetett a Ciudad de la Luz SA-ba a 2000. novemberi 150 000 EUR értékű első befektetését követően. Így a Producciones Aguamarga SL Ciudad de la Luz SA-ban fennálló részesedése 0,2 %-ra csökkent ekkorra, és ezt az SPTCV felvásárolta. Az ügyletet követően a társaság teljes mértékben állami tulajdonú lett, neve pedig Ciudad de la Luz SAU-ra változott.

([7]) Forrás: a *Hollywood Reporter* „Let there be light" című, 2006. október 31-i cikke. http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371.

([8]) Spanyolország 2008. április 28-i válaszának I. melléklete: „La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento" (*Estudios e Investigationes Audiovisuales* –1999. január)

([9]) Spanyolország 2008. április 28-i válaszának IV. melléklete: „Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana – Executive Summary" (PriceWaterhouseCoopers – 2000. január 30.)

([10]) Spanyolország 2008. április 28-i válaszának II. melléklete: „Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana – Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto" (Arthur Andersen – dátum nélkül).

([11]) Spanyolország 2008. április 28-i válaszának III. melléklete: „Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana" (Arthur Andersen – dátum nélkül).

([12]) Lásd a 10. lábjegyzetet.

([13]) Spanyolország 2008. április 28-i válaszának VI. melléklete: „Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004–2014" (Consultia IT – 2004. május 7.)

(29) A módosított munkaterv és üzleti terv alapján az SPTCV – mint egyedüli részvényes – két tagi kölcsönt nyújtott, 2005-ben 95 millió EUR értékben, 2007-ben 20 millió EUR értékben. A Ciudad de la Luz SAU 2010. december 31-i elszámolásai, amelyeket a spanyol hatóságok 2012 áprilisában adtak át, azt mutatták, hogy az SPTCV a továbbiakban összesen 45 829 840 EUR-t fektetett be konvertálható kölcsöntőke formájában 2008 és 2010 között. Ezen elszámolásokból kiolvasható az is, hogy az SPTCV a 2005. és 2007. évi tagi kölcsön fejében 7 222 160 EUR összegű kamatra volt jogosult 2009-ben és 2010-ben. Emellett 2010. december 31-re 1 814 187 EUR meg nem fizetett kamat is felhalmozódott a konvertálható kölcsöntőke után. Következésképpen az SPTCV által a Ciudad de la Luzba fektetett állami források, ideértve a kölcsönök után járó meg nem fizetett kamatot is, 2010 végére összesen 274 125 946 EUR-t tettek ki.

A Ciudad de la Luz kereskedelmi stratégiája és üzleti eredményei

(30) A 2000. évi üzleti terv szerint a Ciudad de la Luz a második legnagyobb kapacitással rendelkező stúdiókomplexum kívánt lenni Európában (a Pinewood mögött), és spanyol (mozi-, televíziós és kereskedelmi) produkciókat kívánt vonzani, emellett évi 16 külföldi (uniós és USA-beli) filmprodukciót célzott meg. A 2004. évi felülvizsgált üzleti terv úgy ítélte meg, hogy a Ciudad de la Luz egyik stratégiai célkitűzése az kellene legyen, hogy nagy költségvetésű film- és televíziós produkciókat készít főbb ügyfeleinek.

(31) A 2004. évi üzleti terv a Ciudad de la Luz főbb nemzetközi versenytársainak az USA-n kívüli nagy stúdiókat tekintette, különösen azokat, amelyek a Ciudad de la Luzhoz hasonló tulajdonságokkal rendelkeznek, nevezetesen a következőket: Pinewood-Shepperton (Egyesült Királyság), Cinecittà (Olaszország), Barrandov (Cseh Köztársaság), Babelsberg (Németország), Cinecite Montreal & Lions Gate (Kanada) és Warner Roadshow & Fox (Ausztrália).

(32) A 2000. évi eredeti üzleti tervben a stúdió szolgáltatásaiért kért tervezett díjak (például a külső díszlet bérlése, a műhely bérlése) a hasonló uniós stúdiók (azaz az egyesült királyságbeli Shepperton és Elstree, és a németországi Babelsberg) által alkalmazott díjtartományon belül voltak. A 2004. évi felülvizsgált üzleti terv stratégia árképzési modellt is bemutat, amely a nemzetközi hírnevű stúdiók által alkalmazott díjakra hivatkozik; ezek a díjak durván 15–20 %-kal olcsóbbak, mint az elismert vezető stúdiók (USA és az egyesült királyságbeli Pinewood) díjai, de 50–100 %-kal drágábbak mint az uniós stúdióké (a cseh köztársaságbeli Barrandov és a németországi Babelsberg).

(33) A gyakorlatban a Ciudad de la Luz nemzeti és nemzetközi üzleti stratégiai célkitűzései nem valósultak meg. A 2005 és 2009 között a Ciudad de la Luzban forgatott 33 filmből 28 spanyol és mindössze 5 az uniós társprodukció (Görögország, Franciaország). A nagyobb európai társprodukciók által készített eseti emlékezetes filmeken, például az *Asterix az Olimpián*, és újabban egy amerikai-spanyol társprodukción kívül, a Ciudad de la Luzban forgatott filmek gyakorlatilag a 2005. évi létrehozása óta főként spanyol nemzeti produkciók voltak.

(34) A 2004. évi üzleti tervben vázolt kilátások ellenére, amelyek 2010-re várták az első (szerényebb) pozitív működési eredményt, a Ciudad de la Luz kereskedelmi működése a mai napig veszteséges. A Ciudad de la Luz összes vesztesége 2010 végén 84 millió EUR volt, szemben a 2004. évi üzleti tervben ugyanakkorra előrejelzett halmozott nyereséggel, amely 12 millió EUR-t tett volna ki. A fent említett stúdiókkal összevetve a Ciudad de la Luznak eddig nem sikerült bevonzania a tervezett számú nem spanyol produkciót, és az eredmények még a spanyol igényeket tekintve is messze elmaradnak a vártól. Az üzemi veszteség is nagyobb, mint amire számítani lehetett.

Az eljárás megindításának okai

(35) A bizottsági vizsgálat „A” panaszos panasza, majd „B” panaszos azt követő panasza alapján indult 2007-ben; mindketten a különböző tagállamok filmiparának prominens szereplői. A panaszok szerint a Ciudad de la Luz állami finanszírozása és különösen a Ciudad de la Luz által bevezetett filmspecifikus ösztönzők rendszere jogellenes állami támogatást tartalmaz.

(36) Amint az fentebb is szerepelt, amikor 2008 februárjában a Bizottság megindította a hivatalos vizsgálati eljárást, a beruházási döntés egyetlen alapjaként a spanyol hatóságok a Consultia üzleti tervét nyújtották be, amely állítólag 2002-ben készült. Az előzetes vizsgálatot követően a Bizottságnak komoly kétségei támadtak afelől, hogy egy piaci befektető ugyanilyen feltételekkel és ugyanilyen mértékben befektetett volna, mint a valenciai regionális kormány.

(37) A támogatás összeegyeztethetőségének lehetőségét illetően a Bizottság nem rendelkezett olyan információval, amely alapján meggyőződhetett volna arról, hogy a regionális támogatásokról szóló iránymutatásnak a valenciai régióra abban az időben (2000–2004) alkalmazandó feltételei teljesülnek-e. A Bizottság azt is kétségbe vonta, hogy a Szerződés 107. cikke (3) bekezdésének d) pontjában foglalt kulturális kivétel alkalmazható lenne, hiszen a Ciudad de la Luz nem támogatta a kultúrát, sem a

kulturális örökség megőrzését, és a támogatást bármilyen audiovizuális műre, többek között reklámra is fel lehetett használni, emellett a Ciudad de la Luz más szereplőkkel versenyben próbálta a kereskedelmi produkciókat vonzani.

(38) A Bizottság a Ciudad de la Luzban történő forgatáshoz nyújtott ösztönzőrendszerben is lehetséges állami támogatást vélt felfedezni, és a megfelelő filmproducereket azonosította kedvezményezettként. A filmspecifikus ösztönzők adott területen folytatott konkrét tevékenységekre irányultak, ismeretlen feltételek mellett, ennélfogva úgy tűnt, nem teljesítik a Bizottság filmművészeti közleményében foglalt szabályokat.

III. AZ ÉRDEKELT FELEK ÉSZREVÉTELEI

(39) A Bizottság összesen 10 érdekelt féltől kapott észrevételt. Ezek közül négyen a filmstúdió-üzletág területén tevékenykednek Spanyolországtól eltérő tagállamokban („A" panaszos, „B" panaszos, a Barrandov Studio, és a Mediterranean Film Studios Limited), öten a spanyol filmiparban működnek (a Federación de Asociaciones de Productores Audiovisuales Españoles – FAPAE, az Associacio de directors de cinema valencians, az Empreses audiovisuals valencianes federades – EAVf, a Productors audiovisuals valencians egyesület és a Sociedad Proyectos Tematicos de la Comunidad Valenciana – SPTCV SAU), egyik pedig egy nemzeti filmfinanszírozási és szakpolitikai szervezet (UK Film Council).

Az aktív filmstúdiók észrevételei

(40) 2008. június 25-i bizalmas beadványában „B" panaszos aggodalmát fejezte ki a Ciudad de la Luz által jelenleg kialakított és működtetett támogatással kapcsolatban. Azt állította, hogy a Bizottság által az eljárás megindítása során hozott intézkedések lényegesek voltak vállalata és az ágazat számára.

(41) 2008. június 30-i bizalmas beadványában „A" panaszos az alapos vizsgálattal kapcsolatos észrevételeit négy témára összpontosította: i. a stúdiók finanszírozásának költsége; ii. az induló vállalkozás finanszírozásának megközelítése; iii. az eladásból várható végső érték becslése és iv. a Ciudad de la Luz által biztosított más ösztönzők. Meglátása szerint „egy magánbefektető még egy kiegyensúlyozott és nyereséges stúdiót is legalább közepes kockázatú befektetésként értékelt volna…. Ez azon a tényen alapul, hogy noha egy stúdió eszközfedezetű …, a működési tőkeáttétele valószínűleg magas, ami miatt a nyereség nehezen jelezhető előre. További bizonytalansági tényezőt jelent például a filmprodukciós ágazat ciklikus jellege."

(42) „A" panaszos szerint mintegy 15 %-os súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) megfelelő lehet egy elismert stúdióvállalkozás számára, jóllehet „az [„A" panaszos] magántőke-befektetői által várt megtérülés ennél magasabb." Egy induló stúdióvállalkozást a magánbefektető „közepes-magas kockázatú vállalkozásnak tekintene, és ezért jóval magasabb megtérülést várna befektetésétől (jóllehet elfogadna némi átfutási időt a jövedelmezőség eléréséig). Tekintettel arra, hogy az induló vállalkozások általában korlátozott kapacitással rendelkeznek a hagyományos forrásokból való kölcsönfelvétel tekintetében (ha egyáltalán rendelkeznek ilyen kapacitással), az induló vállalkozásra vonatkozó WACC-hez szokásosan hozzáadódik az elvártnál magasabb tőkemegtérülés és a kedvezőbb kamatozású tartozás hiánya."

(43) A Ciudad de la Luz eladásából várható, az eljárás megindításáról szóló határozatban megjelölt végső érték az „A" panaszos szerint irreális. Azt állítja továbbá, hogy egy magánbefektető általában szokatlannak tartaná, hogy a kamatfizetés és adózás előtti eredmény 12-15-nél magasabb többszöröse jó helyettesítő az értékbecsléshez.

(44) Végül ami a produkciók vonzása érdekében nyújtott ösztönzőket illeti, az „A" panaszos szerint úgy tűnt, hogy hatékonyan támogatták a filmgyártó vállalatok azzal járó költségét, hogy a valenciai régióban állítólag hiányzó, képesített műszaki és támogató munkatársakat vettek fel. Az „A" panaszos úgy véli, hogy az ösztönzők jelentősen káros hatást gyakorolnak a versenyre, mivel a stúdiók ilyen ösztönzők nélkül nehezebben vonzhatnának filmprodukciókat.

(45) 2008. június 25-i eredeti beadványában a Barrandov Studio hangsúlyozta, hogy az állítólagos támogatás torzítja az érintett piacot és hátrányos helyzetbe hoz más versenytársakat, ezért a stúdió – az ügy összetettségére való tekintettel – további időt kért újabb észrevételek benyújtására. Ezek az észrevételek 2008. szeptember 15-én érkeztek be a Bizottsághoz. A Barrandov Studio csatlakozik az „A" panaszos által állított panasz érdemi részéhez, és hangsúlyozza, hogy a műtermek mérete és száma arra utal, hogy a Ciudad de la Luz inkább nagy költségvetésű USA-beli filmekre összpontosít, nem spanyolokra. Az Alicantéban található filmipari szakemberek és infrastruktúra Madridhoz vagy Barcelonához viszonyított csekély előfordulása miatt a helyszínválasztás nem tűnik logikusnak. Stratégiai szempontból a stúdióvállalkozásba befektetők megosztanák ügyfélkörüket a stabil jövedelmet kínáló helyi ügyfelek és a

nagy külföldi produkciókat hozó külföldi ügyfelek között. A Ciudad de la Luz a létesítési költségeket figyelmen kívül hagyó, rendkívül olcsó stúdiószolgáltatások nyújtásán alapuló ellenkező stratégiát alkalmazza. Ezenfelül, tekintettel a bevételek 3–5 éven túli ágazati előrejelzésével kapcsolatos nehézségek jelentette bizonytalanságra, a magánbefektető jóval gyorsabb megtérülést várt volna. A Barrandov véleménye szerint ezt az állítást alátámasztja egy bizalmas üzleti terv is, amely új stúdiókba történő közelmúltbeli befektetéseket mutat be, amelyeket azzal a feltételezéssel vállaltak, hogy a működés második évétől nettó bevételekre, illetve 8 éven belüli megtérülésre lehet számítani. A Barrandov nem lát ésszerű magyarázatot a spanyol hatóságok által 2014-re várt nyereség összegére (341 millió EUR) sem.

(46) 2008. június 27-i beadványában a Mediterranean Film Studios Limited észrevételeit a Ciudad de la Luz által bejelentett víztartályokra korlátozta. A vállalat azt állítja, hogy víztartályai egyedülállóak Európában, és csak a Fox stúdió Baja Californiai (Mexikó) tartályaihoz hasonlíthatók. Tekintettel tartályaik alacsony éves kihasználtságára, azt állítják, hogy meglátásuk és az ágazat egyetértésen alapuló meglátása szerint már elegendő kapacitás van a Földközi-tenger térségében vagy Európában a víztartályokban való forgatáshoz.

A spanyol filmgyártási ágazatban tevékenykedő felek észrevételei

(47) 2008. június 30-i észrevételeiben a Federación de asociaciones de productores audiovisuales españoles (FAPAE) úgy vélte, hogy a Ciudad de la Luz több versenyt támasztott a nagy produkciós létesítmények piacán, és a panaszosok egyszerűen csak szeretnék piaci pozíciójukat megtartani és megakadályozni olyan versenytársak belépését, amelyek az árak szempontjából hiteles alternatív szolgáltatásokat kínálnak az európai piacon erőfölényben lévő stúdióikhoz képest. A FAPAE azt is állítja, hogy az olyan stúdiók, mint a Barrandov, a Cinecittà, a Babelsberg vagy a Mafilm szintén különböző formájú állami támogatás, többek között a jegyzett tőkéből való állami részesedés mellett építették ki piaci pozíciójukat és hírnevüket. Általánosabban a FAPAE hangsúlyozza, hogy a kulturális sokszínűség fenntartása indokolja az ágazat erőteljes állami támogatását. Különös tekintettel arra, hogy a Ciudad de la Luz állítólag olyan kifinomult és korszerű szolgáltatásokkal látja el a spanyol filmipart Spanyolországban, amelyeket máskülönben külföldről kellene beszerezni, magasabb költségek mellett. Azon állítással szemben, hogy a Ciudad de la Luz a szuperprodukciókat célozza meg, a FAPAE azt hozza fel, hogy a Ciudad de la Luz nagy előnyt jelent az alacsony költségvetésű spanyol produkciók számára, és a nemzeti vagy helyi kultúrára összpontosít, ezáltal hozzájárul a korábbi 87. cikk (3) bekezdésének d) pontjában (jelenleg a 107. cikk (3) bekezdésének d) pontjában) foglalt kulturális célkitűzésekhez. Az Empreses audiovisuals valencianes federades (EAVf) 2008. május 21-i és a Productors audiovisuals valencians egyesületének 2008. május 16-i észrevételei nagymértékben, néha szó szerint is egybecsengenek a FAPAE észrevételeivel.

(48) 2008. június 5-i észrevételeiben az Associació de directors de cinema valencians hangsúlyozza, hogy számos, állítólagosan jogellenes gyakorlat révén az USA moziiparának egyeduralma erősödik, és az európai produkciók marginalizálódnak. Meglátásuk szerint korrekciós intézkedések szükségesek, hogy az európai kulturális alkotások egyenlő feltételekkel versenyezhessenek. Az egyesület azt állítja, hogy a Ciudad de la Luz állami támogatása e tekintetben teljes mértékben hozzájárul az európai, spanyol és valenciai produkciókhoz, és kulturális identitásuk védelmét célozza.

(49) A Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (a Ciudad de la Luz SAU 100 %-os tulajdonosa, saját maga pedig a Comunidad Valenciana tulajdona) 2008. június 23-i észrevételei lényegében megismétlik ugyanezen támogató érveket, és a Spanyolország által felhozott bizonyítékra támaszkodnak. Észrevételeikben a következő szempontokra fordítanak különleges hangsúlyt: először is, az a tény, hogy egy magánbefektető a rendelkezésre álló tanulmányok alapján részlegesen finanszírozta a projektet a 2000-es megtervezéskor, azt mutatja, hogy a hatóságok beruházása egy magánbefektető logikáját követte. Mind a 2000., mind a 2004. évi tanulmány fenntartás nélkül megállapította, hogy a projekt jövedelmező. Másodszor a konkrét filmekhez adott ösztönzők kereskedelmileg indokoltak voltak egy új vállalkozás szempontjából, és azokat szponzorációs szerződés keretében ítéleték oda olyan promóciós tevékenységekért cserébe, amelyek emelik a stúdiók hírnevét, ugyanakkor reklámbevételt eredményez a kedvezményezettek számára. Egy e tekintetben készített tanulmány becslései szerint a szponzorációs szerződések Ciudad de la Luznál megjelenő gazdasági hozama […] (*) millió EUR.

(*) A továbbiakban a szakmai titoktartásra visszavezethetően kihagyott részeket a […] jelöli.

Nemzeti filmfinanszírozási szervezetek észrevételei

(50) A UK Film Council 2008. június 25-i levelében azt állítja, hogy a hivatalos vizsgálati eljárás megindításáról szóló határozat megalapozott.

IV. SPANYOLORSZÁG ÉSZREVÉTELEI

(51) A hivatalos vizsgálat megindítását követően a spanyol hatóságok kifejtették, hogy az eredeti beruházási döntés egy 2000-ben készült üzleti terv alapján, nem pedig a korábban benyújtott üzleti terv alapján született. Ez az üzleti terv egy 2004-ben – és nem 2002-ben, mint ahogy a spanyol hatóságok korábban a Bizottságot tájékoztatták – készített tanulmányban szerepelt.

(52) A 2004. évi tanulmány idejére már 90 millió EUR-t fektettek be a projektbe. Következésképpen a spanyol hatóságok azt állítják, hogy két beruházási döntést hoztak, egyet 2000-ben a projekt első szakaszáról, egyet pedig 2004-ben a tervezett bővítésről.

(53) A Ciudad de la Luzba tervezett beruházások ütemezése a spanyol hatóságok legutóbbi, 2012. áprilisi beadványa szerint a következőképpen alakult:

Dátum	Leírás	Állami beruházás
2000.10.24.	A valenciai régió határoz a Ciudad de la Luz kialakításáról	—
2000.11.2.	Létrejön a Ciudad de la Luz (75 %-ban a Parque Temático de Alicante SAU, 25 %-ban a Producciones Aguamarga SL tulajdonában)	450 000 EUR [a 600 000 EUR 75 %-a]
2001.11.21.	A Parque Temático de Alicante SAU egyoldalú befektetéssel tőkeemelést hajt végre 9 millió EUR összegben a Ciudad de la Luz SA-ban (részesedése ezáltal 98,4 %-ra emelkedik).	9 000 000 EUR
2003.2.6.	A Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU [1] egyoldalú befektetéssel tőkeemelést hajt végre 30 millió EUR összegben a Ciudad de la Luz SA-ban (részesedése ezáltal 99,6 %-ra emelkedik).	30 000 000 EUR
2004.5.4.	A Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU egyoldalú befektetéssel tőkeemelést hajt végre 54 870 660 EUR összegben a Ciudad de la Luz SA-ban (részesedése ezáltal 99,8 %-ra emelkedik).	54 870 660 EUR
2004.7.23.	A Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU megszerzi a Ciudad de la Luzban fennálló, a Producciones Aguamarga SL tulajdonát képező 0,2 %-os (150 000 EUR névértékű) részesedést 139 059 EUR-ért (ezáltal a Ciudad de la Luzban fennálló részesedése 100 % lesz).	139 059 EUR
2005.3.9.	A Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU átengedi a stúdiók építési helyszínéül szolgáló földterületet a Ciudad de la Luz SA-nak, ezáltal saját tőkéje 9 800 040 EUR-val emelkedik (noha a földterületet a Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU elszámolásaiban 1 030 856 EUR értéken könyvelték). Ezt megelőzően a projekt már engedélyt kapott a valenciai kormánytól arra, hogy a stúdiókat megépítsék a telephelyen.	9 800 040 EUR
2005 nyara	A Ciudad de la Luz megkezdi működését filmstúdióként.	—
2005.4.28.	95 millió EUR tagi kölcsön	95 000 000 EUR
2007.12.26.	20 millió EUR tagi kölcsön	20 000 000 EUR
2008.6.30.	Konvertálható kölcsöntőke rendelkezésre bocsátása azzal a feltétellel, hogy a kölcsönt 2008. december 31. előtt részvényekké alakítják.	10 000 000 EUR

Dátum	Leírás	Állami beruházás
2009.1.2.	Konvertálható kölcsöntőke rendelkezésre bocsátása azzal a feltétellel, hogy a kölcsönt 2009. június 30. előtt részvényekké alakítják.	10 000 000 EUR
2009.3.17.	30 millió EUR-ig engedélyezett konvertálható kölcsöntőke azzal a feltétellel, hogy a kölcsönt 2009. december 30. előtt részvényekké alakítják.	25 829 840 EUR
2010.12.31.	A tagi kölcsönre meg nem fizetett kamatok 2009-ben és 2010-ben	7 222 160 EUR
2010.12.31.	Az át nem váltott kölcsönre meg nem fizetett kamatok 2009-ben és 2010-ben	1 814 187 EUR
	Összesen	274 125 946 EUR

(1) Korábban: Sociedad Parque Temático de Alicante, SAU.

(54) A spanyol hatóságok válaszaikban arra összpontosítottak, hogy megkíséreljék igazolni, a beruházás nem állami támogatás, hiszen egy piaci befektető is ugyanilyen feltételek mellett fektetett volna be a projektbe (a piacgazdasági befektető elvének alkalmazása). Ennek alátámasztására az LECG gazdasági tanácsadó jelentéseit is benyújtották.

(55) Még ha a Bizottság úgy is tekintené, hogy a beruházás legalább egy része állami támogatás, Spanyolország azt állította, hogy a Ciudad de la Luzban forgatott filmek megfelelnek a valenciai filmipari ösztönzőkkel kapcsolatos kulturális kritériumoknak, amelyeket a Bizottság 2008 áprilisában, 2008 decemberében és 2009 júliusában jóváhagyott ([14]). Spanyolország szerint az EUMSZ 107. cikke (3) bekezdésének d) pontjában említett kulturális kivétel alkalmazható a filmgyártás upstream vagy downstream ágazatainak nyújtott beruházási támogatásokra.

(56) Spanyolország azt is megjegyzi, hogy a Ciudad de la Luznak nyújtott állami finanszírozásban és a filmekhez nyújtott ösztönzőkben foglalt támogatást a Bizottság által más tagállamokban jóváhagyott és a filmprodukciókat a Ciudad de la Luz versenytársaihoz vonzó nemzeti filmtámogatási rendszerek torzító hatása szempontjából kell vizsgálni ([15]).

(57) Spanyolország azt is állítja, hogy az akkor (1998-ban) alkalmazandó regionális támogatási iránymutatás lehetővé tett volna 36 %-os támogatási intenzitást a beruházási projekt tekintetében. A később a 2002-es multiszektorális keretrendszerben a nagy beruházási projektek tekintetében bevezetett további feltételek, azaz a 25 %-nál kisebb piaci részesedés és az 5 %-os kapacitásnövekedés szintén teljesül.

(58) Spanyolország átadta az LECG egy másik jelentését is, amely bírálta a 2004. évi üzleti terv bizottsági szolgálatok általi értékelését. Az LECG kifogásolta a bizottsági szolgálatok elemzését, és alternatív értékeket adott meg az adatok és kockázati tényezők tekintetében, valamint visszamenőlegesen megbecsülte a Ciudad de la Luz megépítésének helyszínéül szolgáló földterület értékét.

(59) A bizottsági szolgálatok második gazdasági elemzése a 2000. évi üzleti tervet és a Spanyolország által átadott, a földterületre vonatkozó visszamenőleges értékbecsléseket vizsgálta. Emellett a Bizottság kérésére egy független tanácsadó elvégezte a piacgazdasági befektető elvével kapcsolatos független gazdasági értékelést is. A független jelentést 2011. szeptember 30-án eljuttatták a spanyol hatóságoknak.

(60) A spanyol hatóságok megismételték az eljárás megindításáról szóló határozathoz fűzött megjegyzésekben már ismertetett álláspontjukat, azaz, hogy a Ciudad de la Luz jövedelmezőségi kilátásait a filmstúdió-ágazatbeli főbb uniós versenytársakéhoz kell mérni (pl. a Babelsberghez és a Pinewoodhoz), és nem a változatos amerikai audiovizuális konglomerátumokhoz (mint a TimeWarner vagy a Disney) ([16]), amint tette azt az Ecorys ([17]). A spanyol hatóságok fenntartják, hogy ezt a viszonyítást a

([14]) N379/07. számú (2008.4.2.), N309/08. számú (2008.12.15.) és N108/09. számú (2009.7.30.) állami támogatási határozat.

([15]) A nemzeti támogatás elérheti a gyártási költségek 24 %-át az Egyesült Királyságban és 20 %-át Németországban. A Bizottság a filmművészeti közlemény felülvizsgálatában kitér arra, hogy a nemzeti filmtámogatási rendszerek között verseny folyik a nagyobb filmprodukciók beáramló beruházásainak elnyeréséért.

([16]) Az Ecorys ugyanakkor európai stúdió (a Babelsberg) vonatkozásában is elvégzi a viszonyítást, más világszintű társaságok mellett.

([17]) Az Ecorys gazdasági tanácsadó független tanulmányt készített erről az esetről. Lásd részletesen az V. szakaszban.

beruházási döntések meghozatalának idejéből (azaz 2000-ből és 2004-ből, nem 2008-ból) származó, nyilvánosan rendelkezésre álló információ (pl. Bloomberg) alapján kell elvégezni. Végül azt is állítják, hogy a számos félreértés és technikai hiba miatt az Ecorys-tanulmány következtetései nem érvényesek ([18]). A spanyol hatóságok azt állították, hogy ha ezeket kijavítanák és a versenytársakkal összevetve végeznék el a megfelelő viszonyítást, az abban az időben rendelkezésre álló bizonyítékokon alapuló beruházási döntések jövedelmezőségi kilátásai kiállnák a piacgazdasági befektető elvének próbáját.

V. **A TÁMOGATÁS ÉRTÉKELÉSE**

(61) Az EUMSZ 107. cikkének (1) bekezdése szerint *„a belső piaccal összeegyeztethetetlen a tagállamok által vagy állami forrásból bármilyen formában nyújtott olyan támogatás, amely bizonyos vállalkozásoknak vagy bizonyos áruk termelésének előnyben részesítése által torzítja a versenyt, vagy azzal fenyeget, amennyiben ez érinti a tagállamok közötti kereskedelmet”*. Ebből az következik, hogy az állami támogatássá minősítéshez a következő négy kumulatív feltételnek kell megfelelni: 1. az intézkedést állami forrásokból kell finanszírozni, 2. az intézkedésnek gazdasági előnyhöz kell juttatnia a vállalkozásokat, 3. az előnynek szelektívnek kell lennie, és torzítania kell a versenyt, vagy azzal kell fenyegetnie, 4. az intézkedésnek érintenie kell a Közösségen belüli kereskedelmet.

Gazdasági előny

(62) A fent kifejtettek szerint a spanyol hatóságok azzal érveltek, hogy az intézkedés nem minősül állami támogatásnak, amennyiben teljesíti a piacgazdasági befektető elvét. Ennek vizsgálata arra irányul, hogy egy piaci befektető ugyanolyan feltételekkel, mint az állami befektető beruházott volna-e a projektbe abban az időben, amikor az állami beruházási döntés megszületett. Ebben a tekintetben lényeges, hogy eredetileg a projektben magánbefektető is részt vett ([19]), és hogy a spanyol hatóságok több tanulmányt is megrendeltek, amelyek azt állapították meg, hogy a projekt pozitív cash flow-t generál majd (lásd a (22) preambulumbekezdést).

(63) A fenti (17) preambulumbekezdésben kifejtettek szerint a Ciudad de la Luz esetében eredetileg egy magánbefektető (a projektvezető vállalat) kezében volt a projekt 25 %-a (azaz az eredeti 600 000 EUR jegyzett tőkéből 150 000 EUR): Ugyanakkor ez a magánbefektető kivonult a projektből minden további finanszírozás vállalása nélkül (az SPTCV 2004-ben kivásárolta). Ezt követően magánbefektető nem ruházott be a projektbe.

(64) Az a tény, hogy a magánbefektető csak csekély összeget fektetett be a projektbe, és ki is vonult a projektből, mihelyt a beruházások nagyobb részét vállalni kellett volna, első látásra azt bizonyíthatja, hogy az akkori feltételek mellett egy magánbefektető nem támogatta volna ezt a projektet. Ezenfelül, e magánbefektető helyzete igen sajátos volt (és ezért nem is állt összhangban az ítélkezési gyakorlat által elfogadott magánbefektetőével), mivel felelős volt a projekt beindításáért, az építési munkálatok felügyeletéért és a stúdiókkal kapcsolatos promóciós tevékenységért is, a vezetésért járó díj fejében. Ez azt jelenti, hogy az eredeti befektetése, elszigetelten vizsgálva, a puszta jövedelmezőségén túl más okokból is ésszerű lehetett.

(65) Magánrészvényesek hiányában a regionális hatóság tanácsadók által készített tanulmányokra alapozta beruházási döntését. Ilyen tanulmányok puszta megléte azonban nem elegendő a piacgazdasági befektető elvének teljesítéséhez. A magánbefektetőtől elvárható, hogy mielőtt a Ciuad de la Luzba fektetett nagyságrendű finanszírozásra kötelezettséget vállal, alaposan megvizsgálja az üzleti tervet és az e tanulmányok alapját képező feltevéseket. A magánbefektetőnek saját megítélése alapján el kellett volna döntenie, hogy az üzleti terv indoklásának alapjául szolgáló konkrét feltevések helytállóak-e az adott esetben. Emellett a magánbefektetőtől elvárható, hogy összehasonlítsa a Ciudad de la Luz projekt várható megtérülését más projektek várható megtérülésével. Ilyen elemzés akkor nem készült. Továbbá, ilyen összehasonlítás nem is volt megvalósítható az e tanulmányokban feltüntetett becsült pozitív cash flow alapján.

(66) Az állami támogatási vizsgálattal összefüggésben az ítélkezési gyakorlat elvárja, hogy a Bizottság saját maga értékelje a tényeket ([20]). Ezért szükség van az ügylet idején készített jelentések érvényességének elbírálására.

(67) A spanyol hatóságok által az eljárás megindításáról szóló határozatot követően benyújtott jelentésekre tekintettel úgy tűnik, a projektet érintően két beruházási döntést hoztak. Az első a 2000. évi, amelyet az Arthur Andersen azévi üzleti terve alapján hoztak (amely a 2002–2006 közötti befektetésekre terjed ki). 2004-ben, feltételezhetően azért, hogy felülvizsgálják, helyénvaló lenne-e újabb

([18]) Tanulmány a piacgazdasági befektető elvének a Ciudad de la Luzra irányuló állami beruházásra történő alkalmazásáról – Záró jelentés (Ecorys – 2011. július 19.)

([19]) A Citynet Amsterdam ügyben a Bizottság például teljesítettnek látta a piacgazdasági befektető elvét, mivel az állami befektető a magánbefektetőhöz hasonló feltételekkel ruházott be a projektbe. A C 53/2006. számú, 2007. december 11-i határozat.

([20]) A *Valmont*-ügyben a Törvényszék kifejtette, hogy nem elegendő, ha a Bizottság pusztán a független szakértő értékelésére támaszkodik annak eldöntésénél, hogy a földterület-értékesítés tartalmaz-e állami támogatást. A Törvényszék előírta, hogy a Bizottságnak saját magának is vizsgálnia kell ennek bizonyítékkénti elfogadhatóságát, amit a Törvényszék végül maga meg is tett (T-274/01. sz. ügy). A Hamsa (C-316/02. sz.) és a Lenzig (C-525/04. sz.) ügyben a Bíróság elismerte, hogy a Bizottságnak mérlegelési jogköre van gazdasági ügyekben, de meg kell vizsgálnia „a hivatkozott bizonyítékok tárgyi valószerűségét, megbízhatóságát és következetességét”.

összegeket befektetni a projektbe, megrendelték a Consultia jelentését (amely a 2002 és 2004 közötti tényleges beruházásokra, és a 2004–2014 közötti előrejelzett beruházásokra terjedt ki). Következésképpen a piacgazdasági befektető elvét mindkét beruházási döntés tekintetében vizsgálni kell.

(68) A Bizottság megvizsgálta, hogy egy feltételezett magánbefektető beruházott volna-e a projektbe a Ciudad de la Luz vállalat létrehozásával. A piacgazdasági befektető elvének megfelelően a vállalt beruházás akkor minősül állami támogatásnak, ha az állam által várt kompenzáció alacsonyabb, mint amit egy magánbefektető kért volna az adott projekt körülményei között.

(69) A projekt finanszírozásához a befektetőknek tőkét kell befektetniük. Az ilyen tőkének költsége van, ez a tőkeköltség. Szokásosan két általános tőkeforrásról lehet beszélni: a saját tőkéről és a kölcsöntőkéről. Az összes tőkeköltség a súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC), amely figyelembe veszi a saját tőke és a kölcsöntőke arányát. A kölcsöntőke és a saját tőke költsége is előre kiszámítható, amelyek nem múltbeli költségek. Különösen a Ciudad de la Luz esetében, ahol az üzleti terv azt jelezte előre, hogy a projektet teljes mértékben saját tőkével finanszírozzák. Az összes tőkeköltség tehát a saját tőke költsége.

(70) Magán-tőkebefektető akkor lett volna hajlandó a Ciudad de la Luzba beruházni, ha a várható belső megtérülési ráta ([21]) magasabb lett volna a saját tőke alternatív költségénél, vagy megegyezett volna azzal ([22]) (azaz azzal a megtérüléssel, amelyet hasonló projekttel elérhetett volna).

(71) A Bizottság a tőkepiaci árfolyamok modelljét (CAPM) vette alapul a sajáttőkeköltség megállapításához. A saját tőke költsége a befektetés alternatív költsége azon részvényesek számára, amelyek ugyanolyan (vagy hasonló) üzleti és pénzügyi kockázatot jelentő vállalatokban vagy projektekben vesznek részt, mint a vizsgált projekt. A tőkepiaci árfolyamok modellje (CAPM) szerint a K_e sajáttőkeköltség becslésére az alábbi képletet kell alkalmazni:

$$K_e = R_f + ß(R_m - R_f)$$

ahol R_f a kockázatmentes kamatláb, $(R_m - R_f)$ a piaci kockázati felár és ß a „béta”, a Ciudad de la Luz tőkéjéhez kapcsolódó szisztematikus (nem diverzifikálható) kockázat, amely mind az üzleti, mind a pénzügyi kockázatot tükrözi.

(72) A kockázatmentes kamat tekintetében a piaci gyakorlat ([23]) alapján a hosszú lejáratú (általában 10 év futamidejű) államkötvények kamatát veszik alapul a művelet szerinti országban (ezek a legkevésbé kockázatosnak tekintett beruházások). A 10 év futamidejű államkötvények átlagos éves hozama Spanyolországban 2004-ben 4,1 % volt ([24]). A piaci kockázati felár tekintetében a múltbeli piaci kockázati felárat kell alapul venni, egy ésszerűen hosszú időszakra vetítve. Általános piaci gyakorlat, hogy a diverzifikált részvényindex művelet szerinti országban keletkezett múltbeli megtérülésének és a kockázatmentes kamatnak a különbségét veszik alapul. Fernández (2004) ([25]) szerint a spanyol államkötvények múltbeli piaci kockázati felára (1991 és 2003 között) 6,8–9,3 % volt. A Bizottság konzervatív megközelítést alkalmazott a piaci kockázati felár megbecsülésénél, és e tartomány alsó határát, azaz a 6,8 %-ot vette alapul. Ugyanezen szerző egy későbbi írásában ([26]) megerősíti ezen érték hitelességét, és a 2000–2004 közötti időszakban az elvárt részvényprémiumot 6–7 % közé teszi.

(73) A béta becslésére a Bizottság a spanyol hatóságok által a Ciudad de La Luz közvetlen versenytársaiként azonosított vállalatoktól, azaz a Carrere-csoporttól ([27]) és a Babelsbergtől származó, nyilvánosan rendelkezésre álló információkat használt. Ezeket a számadatokat pénzügyi elemzők szolgáltatták, amelyek mindkét vállalatról alapos elemzést végeztek. A két béta átlaga a Ciudad de La Luz pénzügyi kockázati profiljához igazítva 1,5 körüli értéket

([21]) A belső megtérülési ráta fogalmából eredően a beruházás nettó jelenértékét nullára csökkentő diszkontrátának felel meg.

([22]) Brealey and Myers: Principles of Corporate Finance [A vállalatok finanszírozásának elvei], hatodik kiadás (5. fejezet, 100. o.), 2000.

([23]) Lásd pl. Brealey and Myers: Principles of Corporate Finance [A vállalatok finanszírozásának elvei], hatodik kiadás (8. fejezet), 2000.

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

([25]) Pablo Fernández: Market risk premium: required, historical and expected [Piaci kockázati felár: elvárt, múltbeli és várható értékek], munkadokumentum, IESE Business School, 2004.

([26]) Pablo Fernández: The equity premium in 150 textbooks [A részvényprémium 150 szakkönyvben], munkadokumentum, IESE Business School., 2009.

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

ad. Ez konzervatív megközelítés, mivel a Ciudad de la Luzba történő beruházás valószínűleg magasabb idioszinkratikus kockázattal jár, mint a két másik elismert stúdió esetében. A Ciudad de la Luz zöldmezős beruházás olyan régióban, amely sem spanyol, sem nemzetközi filmproducereknek nem ad otthont. Más szavakkal, a Ciudad de la Luz bétája valószínűleg magasabb, mint versenytársaié.

(74) A fenti képletet alkalmazva (lásd a (71) preambulumbekezdést), a Bizottság arra jutott, hogy a várható sajáttőkeköltség megközelítőleg 14,9 %.

(75) Összehasonlításképpen, amint azt az I. melléklet kifejti, Spanyolország azt állította, hogy a CAPM-modell alkalmazása arra mutat, hogy egy magánbefektető 3,75 %-os kockázati felárat, nem pedig megtérülést „várt volna" 2000-ben és 2,07 %-ot 2004-ben. E számítás alapját ß = 0,395 értékű béta képezi. Az 1 értékű béta a valamennyi részvényt tartalmazó portfóliót jeleníti meg, azaz az „átlagos" részvénytőkét. Az 1-től jelentősen elmaradó béta tehát különösen alacsony kockázatú beruházásra utal. Spanyolország nem indokolta ezt a feltevést, és nem is támasztotta alá semmilyen számszerűsített és ellenőrizhető adattal.

(76) A fenti megállapításoknak megfelelően (lásd a (70) preambulumbekezdést), egy magánbefektető csak akkor ruház be a projektbe, ha a belső megtérülési ráta magasabb, mint az alternatív tőkeköltség. A Bizottság megjegyzi, hogy a 2000. évi üzleti terv csak a projekt induló szakaszait vizsgálta részletesen. A Bizottság elemzése (lásd a 2. mellékletet) negatív nettó jelenértékre jutott a 2000. évi üzleti terv alapján és az üzleti tervben bemutatott cash flow névértékét véve. Ezen az alapon magánbefektető nem ruházott volna be a projektbe.

(77) A belső megtérülési ráta megállapításakor a Bizottság megint a konzervatív megközelítést veszi alapul, és nem kérdőjelezi meg az üzleti terv feltevéseit, különösen a tervezett projekt tekintetében előrejelzett cash flow beáramlását. Ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy a 2004. évi üzleti tervben előrejelzett cash flow indokolatlanul optimista, figyelembe véve különösen a vállalatnál a 2002–2004 között felmerült veszteségeket. [28] Tekintettel a Bizottság rendelkezésére álló információkra, ezért úgy tekinthető, hogy a 2004. évi üzleti tervben bemutatott várható cash flow egy felső határt jelenített meg [29]. A cash flow beáramlása határozza meg a várható megtérülését. A Bizottság a Ciudad de la Luz várható megtérülését szintén névértéken veszi. Ugyanakkor kiszámítja a tőkebevonás költségét. Ezt bármely racionális magánbefektető is meg kell tegye.

(78) A Ciudad de la Luz által javasolt 2004. évi üzleti terv alapján a projekt belső megtérülési rátája 5,74 % (lásd az I. mellékletet). A Ciudad de la Luz magánbefektetője, akinek legalább 14 %-os alternatív tőkeköltséggel kell számolnia (a fenti számítások szerint, lásd a (73) preambulumbekezdést), nem vállalta volna ezt a beruházást, hiszen a belső megtérülési ráta alacsonyabb, mint az alternatív tőkeköltség.

(79) Emellett a Bizottság kiszámította a Ciudad de la Luzba irányuló beruházás nettó jelenértékét, hogy megadja, a projekt mennyit érne egy magánbefektető számára. Bármely beruházási döntés célja olyan ingatlanok megszerzése, amelyek többet érnek, mint amennyibe kerülnek, azaz olyan beruházások, amelyek várható megtérülése magasabb, mint az alternatív tőkeköltség. Ha nem ez a helyzet, ahogy a Ciudad de la Luz esetén sem, a projekt értéke negatív, ennélfogva a beruházás egyetlen racionális magánbefektető számára sem lenne életképes. Bármely projekt nettó jelenértéke számszerűsíti, hogy mennyit ér a beruházás a döntéshozatal időpontjában; kiszámítása az üzleti tervben előrejelzett cash flow beáramlásának a diszkonttényezővel történő diszkontálásával történik, ez a tényező pedig a tőkeköltség. Ebből következik, hogy minél magasabb a tőkeköltség, annál kisebb a nettó jelenérték.

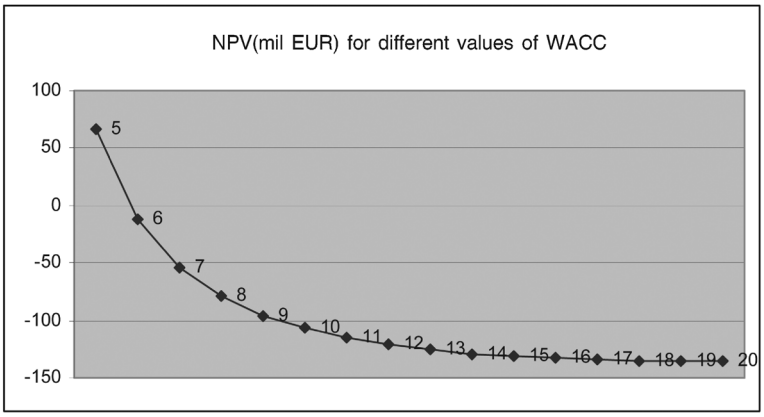
(80) A Ciudad de la Luz tekintetében a 14 %-os alternatív tőkeköltséget és a Consultia által készített 2004. évi üzleti tervben bemutatott cash flow-t alapul véve (amelyet a Bizottság névértéken vett a (76) preambulumbekezdésben kifejtettek szerint) a beruházás nettó

[28] Forrás: ORBIS Company Report.

[29] A független Ecorys-jelentés ennél messzebbre megy: áttekintve az üzleti terv feltevéseit, azok jó néhányát kritikával illeti. Kifejti például, hogy *„a helyszín megválasztása stratégiailag nem tűnik nyilvánvalónak, hiszen nem azonosíthatók a környező filmiparral fennálló szinergiák. Emellett Spanyolországban vannak még ugyanilyen földrajzi adottságokkal rendelkező régiók, közelebb a meglévő filmipari klaszterhez."* (30. o.) Továbbá: *„E tekintetben meg kell jegyezni, hogy a stúdió és az iskola működésének első éveiben nem lesznek helyben képzett és képesített erőforrások, amelyek a helyszínen rendelkezésre állnak. Egy körültekintő magánbefektető tehát valószínűleg más helyszínt választott volna ugyanilyen filmstúdió létrehozásához"* (31. o.) A 2004-es beruházásra tekintettel kiemeli, hogy: *„Megkérdőjelezhető, hogy egy magánbefektető zöldmezős filmstúdiót olyan területen épített volna, ahol nincs megfelelő humánerőforrás a stúdió és az iskola működésének első éveiben (39. o.)".*

jelenértéke körülbelül mínusz 130 millió EUR (lásd a mellékletet). Ebből következően ez a beruházási lehetőség nem éri meg egy magánbefektető számára.

(81) A Bizottság elvégezte a megbízhatóság-ellenőrzést is, amely nagyon megbízható eredményt mutatott. Egy ésszerű küszöb felett az eredmény alig érzékeny az alternatív tőkeköltség Bizottság által becsült értékére. Más szavakkal, a Bizottság által a tőkeköltség kiszámításához alapul vett paraméterek jelentős változása esetén sem módosul az eredmény. Az alábbi grafikon feltünteti a nettó jelenérték közelítő értékeit az 5–20 % közötti különböző tőkeköltségekhez (WACC) viszonyítva. A grafikon azt szemlélteti, hogy a nettó jelenérték 5 és 6 % közötti WACC esetén negatívba fordul. Így tehát, ha a tőkeköltség 6 %-nál magasabb lenne, a magánbefektető nem vállalná a projektet. Ezenfelül, a 10 %-nál magasabb WACC esetén a nettó jelenérték gyakorlatilag változatlan. A Bizottság körülbelül 14 %-os WACC-t becsült, azaz abban a tartományban, ahol nagy bizonyossággal megállapítható, hogy a projekt nem jövedelmező.



(82) A Bizottság értékelésére válaszul, egy tanácsadói jelentés ([30]) alapján a spanyol hatóságok azzal érveltek, hogy a Bizottság értékelése hibás. Először is, míg a CAPM-elemzést mint olyant elismerte helyes megközelítésnek, a tanácsadói jelentés megkérdőjelezte a Bizottság által alkalmazott paraméterek értékeit. Különösen úgy ítélte meg, hogy a részvényprémiumnak és a bétának alacsonyabbnak kell lennie. Másodszor, a megfelelő viszonyítási alap megállapításához a Bizottságnak nem csak a Consultia IT üzleti tervét, hanem az Arthur Andersen 2000. évi üzleti tervét is fel kellett volna használnia. Harmadszor, a Bizottság nem a megfelelő pénzügyi arányszámokat alkalmazta a Ciudad de la Luz projekt várható jövedelmezőségének becslésére. Végül, a Bizottság nem vette figyelembe a szállodák és irodák kialakításából származó várható bevételeket.

(83) Ezeket az érveket a Bizottság elutasította. Ami a részvényprémiumot illeti, a 2. melléklet részletesebben kifejti, hogy a Spanyolország által javasolt értéktartományok miért nem lehetnek érvényesek. A legfontosabb, hogy a prémium tekintetében javasolt értékek a 2009-re becsült értékek, és nem a 2000-ben és 2004-ben érvényes értékek. Egyértelmű, hogy a CAPM-becsléshez alkalmazandó paramétereknek az üzleti döntés időpontjában érvényes paramétereknek kell lenniük. Az adott időszak vonatkozásában ugyanis a spanyol hatóságok által idézett szerző saját maga is közöl olyan becsléseket, amelyek összhangban állnak a Bizottság értékelésével. A 2. melléklet azt is kifejti, hogy miért hibás a spanyol hatóságok alacsonyabb béták alkalmazására irányuló kérése. A Bizottság nyilvános tanulmányok olyan értékeit veszi alapul, amelyeket a Ciudad de la Luz közeli versenytársai tekintetében számítottak ki. A spanyol hatóságok múltbeli bétákra irányuló javaslatát pénzügyi szakértők is cáfolták.

(84) A spanyol hatóságoknak a 2000 évi üzleti terv figyelembevételére irányuló kérelmére válaszul a 2. melléklet bemutat ilyen számítást. Amint látható, a magasabb kockázati felárnak és a magasabb kockázatmentes kamatlábnak köszönhetően ebben az esetben a WACC még magasabb lenne, mint 2004-ben. Ez a számítás is negatív nettó jelenértéket eredményez. Végül a szállodákból és irodahelyiségekből származó lehetséges bevételre tekintettel a spanyol hatóságok állításai új bizonyítékokon alapultak, azaz a később készített hat földterület-értékbecslési jelentésen. Ez a bizonyíték abban az időben nem állt egy lehetséges befektető rendelkezésére. Míg az Andersen-jelentés megemlíti a szállodakomplexum kialakításának lehetőségét, nem tartalmaz információt a várható jövedelmezőségről, és a területhasznosításról sem készült üzleti terv. A 2. melléklet mindenesetre részletesen vizsgálja a javasolt utólagos területhasznosítási jelentéseket. Ezek messzemenően hibásak. Például a Ciudad de la Luz komplexumban található irodahelyiségek javasolt referenciaárai az alicantei üzleti negyed legelőkelőbb utcáinak árai. Tekintve, hogy a Ciudad de la Luz komplexum Alicante városán kívül található, egy ipari komplexum mellett, ezek a referenciaárak meglehetősen túlzottak. Ugyanígy, a szállodák referenciaárai

([30]) Hivatkozás a második LECG-jelentésre.

négy- és ötcsillagos szállodákén alapulnak. Nincs utalás arra nézve, hogy elegendő lenne-e a kereslet ilyen szállodák iránt Alicantén kívül (egy főútvonal és egy ipari komplexum mellett).

(85) Saját belső elemzésén felül a Bizottság független tanulmányt is rendelt arról, hogy egy magánbefektető ugyanilyen feltételekkel vállalta volna-e a Ciudad de la Luzba történő beruházást ([31]). Az Ecorys-jelentés több forgatókönyvet is vizsgál, amelyek a sajáttőkeköltséget 12,5 % és 21,4 % közé teszik a 2000. évi beruházás, és 10,9 %, illetve 15,9 % közé a 2004. évi további beruházás tekintetében. Így a bizottsági tanulmány eredménye az Ecorys által számított tartományon belül marad. Ezzel szemben az üzleti terv alapján számított belső megtérülési ráta jóval alacsonyabb az Ecorys által becsült legalacsonyabb sajáttőkeköltségnél.

(86) Az Ecorys átfogó következtetése tehát az, hogy nem valószínű, hogy a 2000-ben és 2004-ben vállalt beruházások megfelelnek egy körültekintő piacgazdasági magánbefektető magatartásának. Tekintettel a 2000. évi üzleti tervre, az Ecorys megállapítja, hogy az átalakított üzleti terv –9,3 milliárd PTA nettó jelenértéket mutat. Egy körültekintő piaci befektető számára sokkal érdekesebb lehetett volna egy részvénypiaci beruházás. A 2004. évi beruházással kapcsolatban az Ecorys megállapítja, hogy *„egy körültekintő piaci befektető a legnagyobb valószínűség szerint nem döntött volna a teljes CDL-projekt befejezése mellett, hanem azt választotta volna, hogy üzembe helyezi azt a 6 műtermet, amelybe már befektetett, vagy lezárja a projektet, és vállalja a veszteséget”* ([32]). Végül, az Ecorys úgy véli, egy magánhitelező nem nyújtott volna tagi kölcsönt vagy más kölcsönt a projekthez, mivel a projekt cash flow-ja nem volt elég az adósságszolgálat kifizetéséhez.

(87) Ezért tehát megállapítható, hogy sem a Ciudad de la Luzba történő 2000 és 2004 közötti beruházások, sem az azt követően vállaltak nem felelnek meg a piacgazdasági befektető elvének, ezért előnyt jelentenek a Ciudad de la Luz SAU vállalkozás számára. Mivel a piacgazdasági befektető elve nem teljesül, egy piacgazdasági befektető nem ruházott volna be 2000-ben a projektbe, és nem is folytatta volna e beruházást a 2004. évi üzleti terv alapján.

(88) A Bizottság következésképp úgy véli, hogy a gazdasági előny a beruházás teljes értéke. A Ciudad de la Luznak az SPTCV által nyújtott kölcsönök alárendelt kölcsönök, ami azt jelenti, hogy azokat a mérlegben a saját tőkéhez hasonlóan kezelték. Amint azt a Bizottság az eljárás megindításáról szóló határozatban már megjegyezte, a kölcsönöket terhelő kamatot egy állandó és egy változó résszel számították ki. Az állandó rész kamatlába nagyon alacsony volt, amit piacgazdasági hitelező nem fogadott volna el. A kölcsön szokatlanul alacsony állandó részét elvben ellensúlyozhatta a tagi kölcsön megfelelő megtérítésének kilátása a projekt jövedelmezőségéhez kötődő változó résznek köszönhetően, de ez a vizsgált projektre nem állt (lásd a fenti érvelést a piacgazdasági befektető elvét érintően). Ezenfelül, a spanyol hatóságok által a Bizottság rendelkezésére bocsátott, a 2002–2014 közötti időszakra vonatkozóan előrejelzett eredménykimutatás nem tartalmazott pénzügyi költségeket. Végül, elméletileg a kölcsönt 2015 áprilisában kellene visszafizetni, azaz a projekt 2014-re tervezett lezárásának (és valószínűleg értékesítésének) időpontját követően, amit piacgazdasági hitelező nem fogadott volna el. A spanyol hatóságok az eljárás megindításáról szóló határozatra adott 2009. április 20-i válaszukban kifejtették, hogy ezek a kölcsönök gazdasági szempontból tőkeinjekciónak tekintendők, mivel ugyanaz a hitelező, mint a részvényes (azaz az SPTCV). Ugyanis, mivel a 2005-ben, 2007-ben, 2008-ban és 2009-ben fizetett kölcsönök egyikét sem fizették vissza (még részlegesen sem), és a kedvezményezett nem fizetett kamatot ezek után, ezeket *de facto* sajáttőke-befektetésnek kell tekinteni. A spanyol hatóságok által 2012 áprilisában átadott információ alapján ez 2010 végén összesen 265 089 599 EUR-t tett ki ([33]).

Szelektivitás

(89) A támogatás szelektív, mivel az abból eredő haszon csak az ágazatban tevékenykedő vállalkozásokat juttatja előnyhöz, és valójában csak néhányukat.

Állami források

(90) A Bizottság megjegyzi, hogy a Generalitat Valenciana finanszírozta a beruházást a 100 %-os tulajdonában álló SPTCV-n keresztül, és a Ciudad de la Luzba történő

([31]) Ecorys: *Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz* [Tanulmány a piacgazdasági befektető elvének a Ciudad de la Luzra irányuló állami beruházásra történő alkalmazásáról], 2011. július 19.

([32]) Az Ecorys-jelentés 30. és 39. oldala.

([33]) A (29) és (53) preambulumbekezdésben foglaltak szerint. Mivel a kölcsönöket sajáttőke-befektetésnek kell tekintetni, a kamatterhek nem vették figyelembe.

állami beruházásokhoz vezető tanulmányokat a Generalitat Valenciana számára készítették. Ezért ezeket a juttatásokat állami forrásoknak kell tekinteni.

A verseny torzulása

(91) Amennyiben az állami támogatás megerősíti egy vállalkozás pozícióját más versenytárs vállalkozásokéhoz képest, ez utóbbiakat úgy kell tekinteni, hogy őket a támogatás érinti. A támogatás megerősíti a Ciudad de la Luz pozícióját más versenytárs vállalkozásokéhoz képest azáltal, hogy lehetővé teszi a filmstúdiók piacára való belépését. Az intézkedés révén előnyhöz jutó és előnyhöz nem jutó vállalkozások közötti verseny torzul. Még azt feltételezve is, hogy azon más tagállamok filmprodukciói, ahol más filmstúdiók találhatók, szintén részesülnek támogatásban, ez nem releváns érv a versenytorzulás meglétének tagadása szempontjából. Egy intézkedés attól még állami támogatásnak minősíthető, mert más tagállamok szintén elfogadták saját piactorzító intézkedéseiket. A versenytorzulással kapcsolatos feltétel értékelésekor ilyen „mérlegelésre" nem kerül sor.

A kereskedelemre gyakorolt hatás

(92) Végül, a Bizottság úgy véli, a kérdéses intézkedés érinti a tagállamok közötti kereskedelmet. A filmstúdiók létesítményeiket nemzetközi alapon forgalmazzák. A filmproducerek rendszeresen több, különböző tagállamokban található filmstúdióval tárgyalnak árakról és feltételekről. A Bizottság jóváhagyta Spanyolország és más tagállamok azon támogatási programjait, amelyek audiovizuális művek gyártását támogatják, ezért közvetve ösztönzi nemzeti technikai létesítmények, így filmstúdiók igénybevételét. Ugyanakkor a 2001. évi filmművészeti közlemény negyedik kritériuma kizárja a konkrét produkciós tevékenységekhez, így a filmstúdiók igénybevételéhez kapcsolódó kiegészítő támogatásokat.

Következtetés:

(93) A fentiek fényében a Bizottság úgy véli, hogy a projekt szelektív gazdasági előnyhöz juttatja a Ciudad de la Luzt. A projekt állami finanszírozásban részesül, torzítja a versenyt és érinti a tagállamok közötti kereskedelmet. A Bizottság tehát úgy tekinti, hogy a bejelentett intézkedés az Európai Unió működéséről szóló szerződés 107. cikkének (1) bekezdése értelmében állami támogatásnak minősül.

Összeegyeztethetőség

(94) A Bizottságnak először is biztosítania kell, hogy a támogatás ne legyen ellentétes az EUMSZ rendelkezéseivel az állami támogatáson kívüli területeken sem. Ebben az esetben a Bizottság értékelése nem érinti mindazokat a későbbi megállapításokat, amelyeket az uniós közbeszerzési jogszabályokkal való összeegyeztethetőség vonatkozásában tesznek. A támogatás nem tartalmaz más olyan elemet, amely problémát jelenthet a támogatás általános jogszerűségének elvét illetően.

(95) Amint az eljárás megindításáról szóló határozat is tartalmazza, arra az esetre, ha a szóban forgó intézkedésekről a Bizottság azt állapítaná meg, hogy azok állami támogatásnak minősülnek, a spanyol hatóságok járulékos érvként azt hozzák fel, hogy ezek az intézkedések – regionális támogatásként és a kultúra megőrzését előmozdító támogatásként – összeegyeztethetők lennének a 107. cikk (3) bekezdésével.

Regionális támogatás

(96) A Ciudad de la Luz megépítéséhez nyújtott regionális támogatás indokolható azzal, hogy a beruházást támogatott térségben hajtották végre. A spanyol hatóságok utaltak arra, hogy az eredeti beruházási döntés idején, a 2000–2006 közötti időszakban alkalmazandó regionális támogatási szabályok 36 %-os támogatási intenzitást engedélyeztek.

(97) Mivel be nem jelentett támogatásról van szó, a 2000–2006 közötti időszakra vonatkozó regionális támogatási iránymutatást ([34]) kell alkalmazni. Az iránymutatás 4.2. pontja kimondja, hogy: „A támogatott termelő beruházás életképességének és rendezettségének biztosítása érdekében a kedvezményezett legalább 25 %-ban köteles hozzájárulni a finanszírozáshoz.". Az iránymutatás 20. lábjegyzete egyértelművé teszi, hogy ez a 25 %-os minimális hozzájárulás nem tartalmazhat semmilyen támogatást. Jóllehet az eredeti 600 000 EUR jegyzett tőkéből 25 % egy magánbefektető kezében volt, ez a magánbefektető a projektet vezető vállalat volt, amely ezt a feladatot díjazás ellenében látta el, és nem tett további beruházásokat a projektbe, hogy kiegészítse a projektre irányuló többségi állami beruházásokat. Ebből következően ezt az első beruházást nem lehet az állami beruházástól elszigetelten vizsgálni, minthogy nem egyedülálló beruházás. Emellett a magánbefektetőt az SPTCV 2004 júliusában kivásárolta, ekkor részesedése 0,2 %-ra csökkent.

(98) A spanyol hatóságok azzal érveltek, hogy az SPTCV 25 %-nyi beruházását önmagában is lehet a kedvezményezett hozzájárulásaként értékelni. A Bizottság úgy véli, hogy az olyan megközelítés, amely szerint a beruházás 25 %-át állami tulajdonú szervezet fedezi, amely nem magánbefektetőként viselkedik (lásd fent az V. szakasz gazdasági előnyről szóló alszakaszát), míg a fennmaradó 75 %-ot szintén állami forrásból biztosítják, nem garantálja a támogatott termelő beruházás életképességét és rendezettségét.

([34]) HL C 74., 1998.3.10., 9. o.

(99) Minthogy a Ciudad de la Luzba történt beruházást teljes egészében közpénzekből finanszírozták az SPTCV-n keresztül, ez a feltétel nem teljesül.

Az audiovizuális ágazatnak nyújtott ágazati támogatás

(100) Bizonyos helyzetekben a Bizottság engedélyezte az audiovizuális ágazatnak nyújtott támogatást a 107. cikk (3) bekezdésének c) pontja szerint, figyelemmel az EUMSZ 167. cikkében foglalt kulturális célkitűzésekre. A kulturális kivételt az összeegyeztethetőség más jogalapjaival ötvözve lehet alkalmazni, mint például az EUMSZ 107. cikke (3) bekezdésének c) pontja szerinti, egyes gazdasági tevékenységekhez nyújtott támogatással ([35]). Jóllehet, a spanyol hatóságok erre nem tettek javaslatot, más felek észrevételeinek fényében ezt a jogalapot a Bizottság a következőkben megvizsgálja.

(101) Az EUMSZ 107. cikke (3) bekezdésének c) pontja szerinti értékelést a Bizottság egy három lépésből álló vizsgálattal végzi el, amelynek során mérlegeli a szóban forgó intézkedés előnyeit és negatív hatásait.

(102) E mérlegelés során a Bizottság a következő kérdéseket értékeli:

a) a támogatási intézkedés célja pontosan meghatározott közös érdekű célkitűzés-e (azaz a javasolt támogatás a piac nem megfelelő működésének orvoslását vagy egyéb célkitűzést szolgál-e)?;

b) a támogatást megfelelően dolgozták-e ki ahhoz, hogy a közös érdekű célkitűzés megvalósítását szolgálja? Különösen:

i. Az állami támogatás megfelelő szakpolitikai eszköz-e, vagy léteznek egyéb, ennél alkalmasabb eszközök?

ii. A támogatás ösztönző hatású-e, azaz megváltoztatja-e a vállalkozások magatartását?

iii. A támogatási intézkedés arányos-e, azaz ugyanaz a magatartás–változás elérhető-e kevesebb támogatással?

c) Korlátozottak-e a verseny torzulásai és a kereskedelemre gyakorolt hatások oly módon, hogy a végső mérleg pozitív legyen?

Az intézkedés célja

(103) A piac nem megfelelően működik, ha a piaci eredmény nem vezet a legmagasabb általános társadalmi jóléthez. Elégtelen piaci eredmény állhat elő az úgynevezett közjavak vagy kívánatos javak esetén ([36]). Ezek a javak pozitív externáliákat keletkeztetnek, ahol a társadalmi haszon meghaladja az egyéni hasznot. Ennek eredményeként a kínált mennyiség elmarad az optimálistól, ami indokolhatja az állami beavatkozást (és valószínűleg az állami támogatást).

(104) Az EU-ban rendkívül versenyképes kereskedelmi piac alakult ki, számos nagy filmstúdióval. Emellett a nagyobb filmprodukciók tekintetében az európai filmstúdiók az Unión kívüli stúdiókkal is jelentős versenyben állnak. Első látásra elfogadható bizonyíték tehát nem támasztja alá a piac nem megfelelő működését az elégtelen kínálat és a magas belépési költségek alapján. Az eljárás megindításáról szóló határozatra adott válaszukban a spanyol filmgyártók azt állították, hogy a spanyol piacon nem volt hasonlóan kiváló színvonalú szolgáltatás a Ciudad de la Luz megépítését megelőzően. Különösen a valenciai filmgyártók mutattak rá arra, hogy ha helyi filmstúdió állna rendelkezésükre, a gyártási költségeik mérséklődnének (alacsonyabb szállítási költségek, a filmgyártáshoz szükséges más szolgáltatások közelsége stb.).

(105) Ugyanakkor az a tény, hogy a hazai filmgyártóknak kedvezne a Ciudad de la Luz, még nem elegendő a piac fent meghatározott nem megfelelő működésének megállapításához. Először is, ha úgy kellene tekinteni, hogy a Ciudad de la Luz a piac nem megfelelő működését orvosolja a spanyolországi helyi filmgyártás vonatkozásában, ez ellentétes lenne a spanyol hatóságok által kinyilvánított célkitűzéssel. A 2004. évi Consultia-jelentés a helyi stúdiókat csak „közvetett” versenytársnak tekinti, mivel a Ciudad de la Luz inkább a nagyobb filmprodukciókat célozná meg.

([35]) Lásd különösen az NN 84/2004. számú – Franciaország – A filmművészeti és az audiovizuális ágazatnak szánt támogatási rendszerek ügyben 2006. március 22-én hozott határozatot. Ebben az ügyben a Bizottság utólag engedélyezett az EUMSZ 107. cikke (3) bekezdésének c) és/vagy d) pontja alapján különösen a filmek forgalmazásához, a filmgyártáshoz, a mozik rendbehozatalához vagy korszerűsítéséhez, a videoklip vagy video forgalmazásához, az utómunkálatokkal kapcsolatos technológiák K + F-éhez és kidolgozásához nyújtott támogatásokat. Lásd még az N 192/2008. sz. – Spanyolország – Mozifilmek baszk nyelvű szinkronizálásának és feliratozásának előmozdítása ügyben 2008. április 11-én hozott határozatot.

([36]) Közjavakról akkor beszélünk, ha egy adott árut vagy szolgáltatást nem lehet anélkül nyújtani egy adott személynek, hogy másoknak ne nyújtanák azokat, vagy ahol nincs rivalizálás a fogyasztásban (pl.: közvilágítás, közutak). Az általános érdekű vagy kívánatos javak azok az áruk és szolgáltatások, amelyek tekintetében a kormány alulfogyasztásra számít, és amelyeket ezért támogatni kell, vagy ingyenesen kell biztosítani (pl.: oktatás, közkönyvtárak).

(106) Másodszor, annak érdekében, hogy a spanyol filmproducerek vonatkozásában kimutatható legyen a piac nem megfelelő működése, azt kellene értékelni, hogy egy olyan stúdió mint a Ciudad de la Luz társadalmi haszna magasabb-e mint a költsége. Ehhez többek között azt kellene vizsgálni, hogy nem elegendőek-e a meglévő létesítmények, azaz a spanyol filmgyártók nem használhatnák-e a Spanyolországban meglévő filmstúdiókat (mint a Video Planning, a Cartuja Producciones és a Loasur Audiovisual Andalúziában, a MEDIA Park Katalóniában, a Platós Valencia Valenciában, és az Estudios Barajas, az Estudios El Álamo, az Estudios Los Ángeles és a Flash Estudio Madridban), vagy más tagállamok stúdióit. Míg a spanyol filmproducerek rámutattak arra, hogy a Ciudad de la Luz némi (nem számszerűsített) költségelőnnyel jár, nem vitatták, hogy ezek a helyi stúdiók alapvetőek lennének a hazai filmgyártás szempontjából.

Megfelelően kidolgozott támogatás

(107) Emellett, mivel nincs kellően meghatározott nem megfelelő piaci működés, amelyet az intézkedéssel orvosolni kellene, a támogatás nem tekinthető megfelelőnek és arányosnak a nem megfelelő piaci működés orvoslása szempontjából. Amennyiben a filmstúdió célja a helyi filmgyártás támogatása, szükséges lett volna többek között a teljesített beruházás olyan más intézkedésekkel történő összehasonlítása, amelyek hasonlóan hatékonyak lettek volna a filmgyártók szemszögéből. A spanyol hatóságok ezt az összehasonlítást nem végezték el.

A verseny és a kereskedelem torzulása

(108) A mérlegeléshez ezt követően értékelni kell *a verseny és a kereskedelem torzulása* jelentette negatív hatásokat is. Tekintve, hogy a gyártás jelentősen elmaradt az eredeti várakozásoktól, és hogy főként helyi filmprodukciókat vonzott, úgy tekinthető, hogy a Ciudad de la Luz stúdióinak versenytorzító hatása korlátozott lehetett egészen napjainkig. Ugyanakkor a Ciudad de la Luzban készült filmprodukciók száma nem megfelelő mutató a lehetséges torzító hatásainak értékeléséhez. A Ciudad de la Luz belépése az európai filmstúdiópiacra növelte az összes stúdiókapacitást. Az alapvető közgazdasági érvelés szerint ez a kínálatnövekedés általános árcsökkenést eredményez, függetlenül attól, hogy a Ciudad de la Luz mennyi produkciót képes vonzani. Mivel érintené az általános piaci árat, ez az árcsökkenés nem figyelhető meg a Ciudad de la Luz árainak a versenytársak áraival történő összehasonlítása során. Emellett, a Ciudad de la Luz megépítése más tagállamokat is ösztönözhet hasonló beruházások végrehajtására. Végül, tekintve korszerű létesítményeit, a Ciudad de la Luz piaci pozíciója a jövőben változhat.

(109) A fentiek alapján az intézkedés nem tekinthető összeegyeztethetőnek a 107. cikk (3) bekezdésének c) pontjával, mivel nem az ágazati piac nem megfelelő működését orvosolja, és azzal a kockázattal jár, hogy hátrányosan befolyásolja a versenyt és a kereskedelmet.

Kulturális támogatás – filmstúdió-építési beruházás

(110) A spanyol hatóságok nem szolgáltak olyan érvekkel, amelyek változtattak volna a Bizottságnak az eljárás megindításáról szóló határozatban kifejtett álláspontján, miszerint: *„úgy véli, nincs arra utaló bizonyíték, hogy a [kulturális] kivételt alkalmazni lehetne arra az állami támogatásra, amely egy új, nagyszabású filmstúdió-komplexum megépítését és működési költségeit biztosítja.”*. Az eljárás megindításáról szóló határozat nem vette figyelembe a stúdiók kulturális infrastruktúrakénti kezelésének lehetőségét, mivel e stúdiók nagymértékben specializáltak, és használatuk az audiovizuális ágazatra (filmgyártásra, televíziós produkciók és reklámok készítésére) korlátozódik.

(111) Az EUMSZ 107. cikke (3) bekezdésének d) pontjában foglalt kulturális kivétel olyan finanszírozásra történő alkalmazásához, amelyre a filmművészeti közlemény nem vonatkozik, a támogatásnak nemcsak szükségesnek, arányosnak és megfelelőnek kellett volna lennie (a 107. cikk (3) bekezdésének c) pontjára vonatkozó fenti értékelés tekintetében), hanem kulturális célra is kellett volna irányulnia. Mivel megállapítást nyert, hogy ezek a kritériumok nem teljesülnek a 107. cikk (3) bekezdésének c) pontja szerint, ugyanez áll a 107. cikk (3) bekezdésének d) pontjára.

Kulturális támogatás – filmprodukcióknak nyújtott ösztönzés

(112) 2008 decemberében a Bizottság a filmművészeti közlemény ([37]) alapján jóváhagyta a valenciai régió által kínált filmipari ösztönzőket. Ezt megelőzően a valenciai regionális kormány által a Ciudad de la Luzban folytatott forgatással kapcsolatban odaítélt ösztönzőket nem lehet összeegyeztethetőnek tekinteni azokban az esetekben, amikor a támogatás feltétele a Ciudad de la Luz helyszínén történő forgatás volt (ez ellentétes a filmművészeti közlemény negyedik kritériumával, amely kizárja a konkrét filmprodukciós tevékenységekhez nyújtott kiegészítő támogatásokat).

([37]) A 2001. évi filmművészeti közlemény megállapítja azokat a kritériumokat, amelyek mellett a 107. cikk (3) bekezdésének d) pontjában foglalt, kulturális eltérés alkalmazható az audiovizuális művek gyártását támogató támogatási programokra.

(113) Végezetül e határozat keretében nem szükséges tovább vizsgálni, hogy nyújtottak-e támogatást filmproducereknek.

VI. **KÖVETKEZTETÉS**

(114) A Bizottság megállapítja, hogy Spanyolország az Európai Unió működéséről szóló szerződés 108. cikkének (3) bekezdését megsértve nyújtott állami támogatást a Ciudad de la Luz SA-nak. A valenciai régió által a Ciudad de la Luzban vállalt beruházást magánbefektető nem hajtotta volna végre ugyanilyen feltételekkel. Ennek eredményeként a projektbe történő teljes állami beruházást a Bizottság jogellenes támogatásnak tekinti.

(115) Következésképpen, a támogatás összege 2010 decemberéig összesen 265 089 599 EUR, amely a Ciudad de la Luz SA-ba történő közvetlen állami beruházásból, valamint bármely, filmproducereknek nyújtott olyan ösztönzőből adódik, amelyet ahhoz a feltételhez kötöttek, hogy a forgatásra a Ciudad de la Luzban kell sort keríteni.

(116) Az Európai Unió működéséről szóló szerződés és a Bíróság állandó ítélkezési gyakorlata szerint a Bizottság illetékes annak eldöntésére, hogy az érintett államnak a támogatásnyújtást meg kell-e szüntetnie vagy módosítania kell-e ([38]), ha azt állapította meg, hogy az összeegyeztethetetlen a belső piaccal. A Bíróság azt is következetesen fenntartotta, hogy egy tagállamot terhelő azon kötelezettségnek, hogy a Bizottság által a belső piaccal összeegyeztethetetlennek tekintett támogatást megszüntesse vagy módosítsa, az a célja, hogy a korábbi állapotot helyreállítsa ([39]). Ezzel összefüggésben a Bíróság azt is megállapította, hogy ezt a célkitűzést teljesítettnek kell tekinteni, ha a kedvezményezett visszafizette a jogellenes támogatással nyújtott összegeket, ezáltal elveszítve azt az előnyt, amelyet a piacon versenytársaival szemben élvezett, és a támogatás kifizetése előtti helyzet helyreáll ([40]).

(117) Az említett ítélkezési gyakorlattal összhangban a 659/1999/EK tanácsi rendelet ([41]) 14. cikke megállapítja, hogy „amennyiben a jogellenes támogatások esetén elutasító határozat születik, a Bizottság dönt arról, hogy az érintett tagállam hozza meg a szükséges intézkedéseket a támogatásnak a kedvezményezettől történő visszavételére”,

ELFOGADTA EZT A HATÁROZATOT:

1. cikk

A 94 459 719 EUR összegű eredeti jegyzett tőke és az azt követő tőkeemelések, a Ciudad de la Luznak juttatott 9 800 040 EUR értékű földterület, a 115 millió EUR összegű tagi kölcsönök, a Spanyolország által 2008 óta kibocsátott, 2010. december 31-ét megelőzően a Ciudad de la Luznak jogellenesen nyújtott, összesen 45 829 840 EUR konvertálható kölcsöntőke, s bármely olyan ösztönző, amelyet – a Szerződés 108. cikkének (3) bekezdését megsértve – azzal a feltétellel nyújtottak filmproducereknek, hogy a forgatásra a Ciudad de la Luzban kerüljön sor, a belső piaccal összeegyeztethetetlen állami támogatásnak minősül.

2. cikk

(1) Spanyolország visszafizetteti a kedvezményezettel az 1. cikk szerinti összeegyeztethetetlen támogatásokat.

(2) A visszafizettetendő összegekre a kedvezményezett rendelkezésére bocsátásuk napjától a tényleges visszafizettetésükig kamatos kamatot kell felszámítani.

(3) A kamatot a 794/2004/EK rendelet ([42]) V. fejezetével összhangban kamatos kamatként kell kiszámítani.

(4) Spanyolország e határozat elfogadásának napjától kezdődő hatállyal megszünteti az 1. cikkben említett támogatás valamennyi függőben lévő kifizetését.

3. cikk

(1) Az 1. cikkben említett támogatást azonnal és ténylegesen vissza kell fizettetni.

(2) Spanyolország gondoskodik arról, hogy e határozat végrehajtására az értesítés napját követő négy hónapon belül sor kerüljön.

4. cikk

(1) Az e határozatról szóló értesítéstől számított két hónapon belül Spanyolország benyújtja a következő információkat:

a) a kedvezményezettel visszafizettetendő teljes összeg (tőke + kamat);

b) az e határozatnak való megfelelés érdekében már meghozott és tervezett intézkedések részletes bemutatása;

c) azt igazoló dokumentumok, hogy a kedvezményezettet felszólították a támogatás visszafizetésére.

(2) Amíg az 1. cikkben említett támogatást teljes egészében vissza nem fizetik, Spanyolország folyamatosan tájékoztatja a Bizottságot az e határozat végrehajtásának érdekében meghozott nemzeti intézkedések előrehaladásáról. A Bizottság kérésére Spanyolország azonnali tájékoztatást ad az e határozat végrehajtása érdekében már meghozott és tervezett intézkedésekről. Ugyancsak részletes tájékoztatást nyújt a kedvezményezett által már visszafizetett támogatásokról és kamatokról.

([38]) C-70/72. sz., *Bizottság kontra Németország* ügyben hozott ítélet, 13. pont.
([39]) C-278/92. sz., C-279/92. sz. és C-280/92. sz., *Spanyolország kontra Bizottság* egyesített ügyekben hozott ítélet, 75. pont.
([40]) C-75/97. sz., *Belgium kontra Bizottság* ügyben hozott ítélet, 64–65. pont.
([41]) HL L 83., 1999.3.27., 1. o.
([42]) HL L 125., 2004.4.28., 4. o.

5. cikk

Ennek a határozatnak a Spanyol Királyság a címzettje.

Kelt Brüsszelben, 2012. május 8-án.

a Bizottság részéről
Joaquín ALMUNIA
alelnök

A. MELLÉKLET

Tájékoztatás a kapott, visszafizetendő és már visszafizetett támogatás összegéről

A kedvezményezett megjelölése	A program alapján kapott támogatás teljes összege (*)	A visszafizetendő teljes összeg (*) (Tőkeösszeg)	Már visszatérített teljes összeg (*)	
			Tőkeösszeg	Kamat

(*) A nemzeti pénznem millióban kifejezve.

I. MELLÉKLET

Ciudad de la Luz (CDL) – A megfelelő tőkeköltség kiszámításának megközelítése a beruházási költségvetési döntésekben –2009. július

Célkitűzés

E jelentés célja annak megállapítása, hogy a Ciudad de la Luz (CDL) társaságot létrehozó projektbe történő beruházás állami támogatásnak minősíthető-e. A piacgazdasági befektető elvének megfelelően a vállalt beruházás akkor minősül állami támogatásnak, ha az állam által várt kompenzáció alacsonyabb, mint amit egy magánbefektető kért volna az adott projekt körülményei között.

Magán-tőkebefektető [1] akkor lett volna hajlandó a CDL-projektbe befektetni, ha a várható belső megtérülési ráta [2] magasabb lett volna a saját tőke alternatív költségénél, vagy megegyezett volna azzal [3] (azaz, azzal a megtérüléssel, amelyet hasonló projekttel elérhetett volna).

A következő elemzésben a tőkepiaci árfolyamok modelljét (CAPM) vesszük alapul a sajáttőkeköltség megállapításához. Ez az a releváns mérőszám, amely meghatározza, hogy egy magánbefektető vállalta volna-e a CDL-projektet.

Az eredményként adódó paramétertartományt ezt követően összevetjük a CDL versenytársainak reprezentatív mintájában tapasztalt utólagos teljesítménnyel. Ezt a megközelítést fogadta el az LECG is beadványában, azaz az utólagos teljesítmény alkalmazását az ilyen típusú projektek alternatív tőkeköltsége viszonyítási alapjának megállapítására. Amint alább is láthatjuk, az LECG által választott utólagos teljesítmény mérőszáma nem a legmegfelelőbb a viszonyítási alap megállapításához. Közelebbről, bármely utólagos teljesítményre vonatkozó mérőszám az előzetes elvárt hozam tökéletlen helyettesítője.

Azt állapítottuk meg, hogy e projekt alternatív tőkeköltsége körülbelül 14,91 %. Egy magánbefektető tehát ennél a 14,91 %-nál magasabb belső megtérülési rátát várna. A CDL által 2004-ben javasolt üzleti terv szerint (amely az e projekt alapját képező legutolsó pénzügyi információ), a belső megtérülési ráta a CDL-be történő beruházás esetén 5,74 % volt [4].

Ebből következően egy magánbefektető nem ruházott volna be a CDL-projektbe, minthogy a belső megtérülési ráta elmaradt volna az alternatív tőkeköltségtől.

A saját tőke költsége [5]

A saját tőke költsége az az elvárt legalacsonyabb megtérülési ráta, amelyet CDL a részvényeseinek köteles biztosítani a következők kompenzálása érdekében:

— a pénz időértéke,

— a CDL-be történő beruházással összefüggő kockázatok.

Fontos hangsúlyozni, hogy a megfelelő megtérülési ráta egy várható jövőbeli megtérülésre vonatkozik, nem múltbelire. A saját tőke költsége a befektetés alternatív költsége azon részvényesek számára, amelyek ugyanolyan (vagy hasonló) üzleti és pénzügyi kockázatot jelentő vállalatokban vagy projektekben vesznek részt, mint a vizsgált projekt.

A következőkben a sajáttőkeköltség becslésére széles körben elfogadott módszert alkalmazunk, ez a tőkepiaci árfolyamok modellje (CAPM):

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

Ahol:

— K_e a saját tőke költsége %-ban kifejezve,

— R_f a kockázatmentes kamatláb %-ban kifejezve,

— $(R_m - R_f)$ a piaci kockázati felár %-ban kifejezve,

— ß a béta, a CDL tőkéjéhez kapcsolódó rendszerszintű (nem diverzifikálható) kockázat, amely mind az üzleti, mind a pénzügyi kockázatot tükrözi.

[1] Adósság hiányában.
[2] A belső megtérülési ráta fogalmából eredően a beruházás nettó jelenértékét nullára csökkentő diszkontrátának felel meg.
[3] Brealey and Myers: *Principles of Corporate Finance* [A vállalati pénzügyek elvei], hatodik kiadás (5. fejezet, 100. o.), 2000.
[4] E viszonyítási alap alkalmazása nem értelmezhető úgy, hogy ez a számadat pontos. A cash flow előrejelzéseket nehéz pontosan meghatározni, ezért az 5,74 % valószínűleg legfeljebb a felső határt jelenti.
[5] A függelék megadja a súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) meghatározását, amely kiterjed mind a tőkére, mind a tartozásra.

A kockázatmentes kamatláb tekintetében a piaci gyakorlat az, hogy a hosszú lejáratú (általában 10 év futamidejű) államkötvények kamatát veszik alapul a művelet szerinti országban.

A piaci kockázati felár tekintetében a múltbeli piaci kockázati felárat kell alapul venni, egy ésszerűen hosszú időszakra vetítve. Általános piaci gyakorlat, hogy a diverzifikált részvényindex művelet szerinti országban előállt múltbeli hozamának és a kockázatmentes kamatlábnak a különbségét veszik alapul.

A Ciudad de la Luzra történő alkalmazás

A 10 év futamidejű államkötvények átlagos éves hozama Spanyolországban 2004-ben 4,1 % volt ([1]).

R_f = 4,1 %

Fernández (2004) ([2]) szerint a spanyol államkötvények múltbeli piaci kockázati felára (az 1991–2003 közötti időszakban, amely a beruházásunkat megelőző időszaknak hozzávetőlegesen megfelel), 6,8–9,3 % (a különbség az átlag kiszámításának módjában rejlik, amely lehet számtani vagy mértani). E tartomány alsó határát vesszük alapul a piaci kockázati felár becsléséhez.

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

Végül, a béta becsléséhez olyan vállalatok nyilvános információit vesszük alapul, amelyeket a spanyol hatóságok a CDL közvetlen versenytársaiként határoztak meg.

2001-ben a KBC Securities jelentést tett közzé, amely tartalmazza a **Carrere-csoportba** történő 10 éves beruházás nettó jelenértékének kiszámításához szükséges információkat. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy mind az időpont, mind a beruházás futamideje nagyjából egybeesik a szóban forgó esettel. A KBC-jelentésben alkalmazott diszkontráta 12 % volt, a béta pedig 1,8. Tekintettel arra, hogy a **Carrere** pénzügyi kockázati profilja eltér a CDL-étől (a Carrere tőkeszerkezetébe adósság is tartozik), ezt a bétát ki kell igazítanunk, és ki kell számítanunk a tőkeáttétel nélküli bétát az üzleti kockázati profil elkülönítéséhez. A tőkeáttétel nélküli béta kiszámítása az alábbi képlettel történik.

$$\text{Béta}_{\text{Tőkeáttétel nélküli}} = \text{Béta}_{\text{Tőkeáttételes}}/[1 + (1 - T)\ D/E]$$

ahol T az alkalmazandó adókulcs. A Carrere székhelye szerinti országban, Franciaországban alkalmazandó adókulcs 33 % körül van, és az adósság/saját tőke arányhoz kapcsolódó adatok az eredeti KBC-jelentésben megtalálhatók. A részvények kibocsátásakor az adósság/saját tőke arány 10 % volt. Ezt a nagyságrendet a Bloomberg adatai is megerősítették.

E paraméterértékeket alkalmazva a következő érték adódik a tőkeáttétel nélküli bétára:

$$\text{Béta}_{\text{Tőkeáttétel nélküli}} = 1{,}68$$

Hasonló értékelést készített 2008-ban Németországban a Der Spezialist fur Finanzaktien a **Studio Babelsberg** vonatkozásában, amely stúdiót a spanyol hatóságok szintén a CDL közvetlen versenytársaként jelölték meg. A jelentés 12 %-os sajáttőkeköltséget és 1,5 értékű bétát feltételezett. A jelentés közzétételekor a **Studio Babelsberg** tartozásmentes vállalat volt, ami azt jelenti, hogy tőkeszerkezete megfelelt a CDL-énak, ezért ebben az esetben nincs szükség a béta kiigazítására.

Ez a két közvetlen versenytársra vonatkozó részletes jelentésekből kinyert közvetlen bizonyíték arra mutat, hogy a CDL-re alkalmazandó béta (legalább) az 1,5–1,68 tartományban van. Ezenfelül a CDL-be történő beruházás valószínűleg magasabb idioszinkratikus kockázattal jár a Bizottság által már kifejtett okokból. Más szóval, a Ciudad de la Luz bétája valószínűleg magasabb, mint versenytársaié.

A következőkben e két számadat számtani átlagát vesszük alapul és rendeljük a CDL-hez (annak ellenére, hogy a CDL-hez kapcsolódó idioszinkratikus kockázat valószínűleg magasabb). Meg kell jegyezni, hogy ezeket a számadatokat a Carrere és a Studio Babelsberg alapos elemzését elvégző pénzügyi elemzők szolgáltatták.

Ezért egy magánbefektető által elvárt tőkemegtérülés alsó határa:

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

E szám ismerete azért hasznos, mivel azt jelenti, hogy a **14,91 %**-tól jelentősen elmaradó WACC értékét minden további nélkül el lehet vetni.

Az LECG módszereinek buktatói

Az LECG-tanulmányban szereplő becslés, amely szerint a diszkonttényező 5,15 %, módszertanilag hibás. Az LECG azt állította, hogy a súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) megfelelő helyettesítője egy vagy lehetőleg két versenytárs (a Pinewood és a Babelsberg) realizált eszközarányos nyeresége (ROA).

([1]) Global Insight.

([2]) Pablo Fernández: *Market risk premium: required, historical and expected* [Piaci kockázati felár: elvárt, múltbeli és várható értékek], munkadokumentum, IESE Business School, 2004.

Először is, a számviteli megtérülések, mint a ROA, általában nem tekinthetők a befektető által elvárt átlagos megtérülés megfelelő mérőszámának, legalább három okból ([1]). A számviteli megtérülést éves alapon számítják ki, míg egy ésszerű befektető a projekt teljes élettartama alatti megtérüléssel számol. Másodszor, a számviteli információ múltbeli információ a vállalatról, ezért alkalmasabb a vállalat múltbeli teljesítményének értékelésére, mint a beruházások előzetesen várható teljesítményének értékelésére. Végül, a befektetőket nem annyira a számviteli nyereség érdekli, sokkal inkább a pénzügyi nyereség, azaz a beruházásukkal realizált cash flow.

Emellett az LECG-nek a WACC-t a ROCE-vel (a befektetett tőke megtérülése) kellett volna összevetnie, nem a ROA-val. A WACC az összes tőkére vonatkozik, azaz a saját tőkére és a pénzügyi tartozásokra. Ugyanakkor egy tipikus mérleg források oldalán nemcsak a saját tőke és a pénzügyi tartozások szerepelnek, hanem a rövid lejáratú kötelezettségek is, például a szállítók számlái. Ezért az eszközök összesen értéknek egyenlőnek vagy nagyobbnak kell lennie, mint az összes tőkének, és egy adott megtérülés esetében a ROA alacsonyabb, mint a ROCE, vagy egyenlő azzal. ([2]) Ezért a ROCE-t kell összevetni a WACC-vel, nem a ROA-t. A projekt akkor és csak akkor realizál pozitív eredményt, ha a befektetett tőke megtérülése egyenlő a WACC-vel, vagy meghaladja azt.

A versenytársak adatai

A piaci adatok bemutatása előtt ismételten hangsúlyozni kívánjuk, hogy a releváns viszonyítási alap az előzetes sajáttőkeköltség. Az utólagosan megfigyelhető megtérülések csak tökéletlen helyettesítői az előzetes elvárásoknak, mivel az utólagosan realizált megtérülés nem feltétlenül egyezik meg az előzetesen elvárttal. Amennyiben a befektetőket egy ágazat múltbeli teljesítménye érdekli, a ROCE-t kell figyelembe venniük, amely a különböző vállalatok tőkeszerkezete szempontjából viszonylag semleges utólagos megtérülés, mivel mind a tartozásokra, mind a saját tőkére kiterjed. Amint a tőkeáttétel szintje növekszik egy adott vállalatban, a részvényesek tőkemegtérülése emelkedik a ROCE-hez képest.

A következőkben a versenytársak reprezentatív csoportjának ROCE mutatójával kapcsolatos, különböző forrásból származó adatokat elemezzük, és megfigyelhető lesz, hogy az eredmények nem ugranak ki a mi számítási gyakorlatunkat alkalmazva.

1. *Az AMADEUS adatai*

Az AMADEUS átfogó, pán-európai adatbázis, amely 41 európai ország több mint 11 millió állami és magánvállalata vonatkozásában tartalmaz pénzügyi információkat; az adatbázist a Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing üzemelteti. A BvD a világ egyik vezető vállalata a vállalati szintű mérlegadatok szolgáltatása terén, amely szolgáltatás legszélesebb körben Európára terjed ki.

A medián a minta felső felét az alsó felétől elválasztó szám. Ha a megfigyelt értékeket akár csökkenő, akár növekvő sorrendbe tesszük, a medián a középen található érték.

A számtani közép (átlag) a megfigyelt adatok összegének és a megfigyelések számának hányadosa.

Számos eloszlás esetén a medián és a közép egybeesnek. Empirikusan a kettő lényegesen eltérhet, ha a minta nagysága ellenére a megfigyelt eloszlás eltolódik (mivel számos kiugró értéket, azaz rendkívüli megfigyelést tartalmaz).

Az alábbiakban bemutatott adatokat a mediánnál magasabb átlagértékek jellemzik (pozitív eltolódás). Mivel az átlag érzékeny a kiugró értékekre, ehelyett a mediánra összpontosítunk. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy ezzel a módszerrel alacsonyabb megtérülési érték adódik, mint a minta átlagának alkalmazásával.

Csoportképzésen alapuló elemzés

Ha egy nagyon széleskörű mintát veszünk alapul, amely a NACE 921 kód alá tartozó valamennyi tevékenységre (Film-, videogyártás) kiterjed, ez több mint 11 000 megfigyelést eredményez az 1994 és 2008 közötti időszakban.

	Medián
Befektetett tőke megtérülése (ROCE)	13,56 %

([1]) Hans W. Friederiszick és Michael Troge, Versenypolitikai Főigazgatóság, CET: Applying the MEIP to State Owned Companies – Lessons learned from the German Landesbanken Cases [A piacgazdasági befektető elvének alkalmazása az állami tulajdonban lévő vállalatokra – a német Landesbanken-ügyekből levont tanulságok], *Competition Policy Newsletter*, 1. szám, 2006. tavasz.

([2]) Ez a probléma gyakran felmerül, mivel a pénzügyi szakirodalom kézikönyveiben néhány szerző egyszerűsített mérleget vesz alapul, amely a saját tőkén és a pénzügyi tartozásokon túl nem terjed ki a rövid lejáratú kötelezettségekre. Ilyen esetekben a ROA valóban megegyezik a ROCE-vel. A gyakorlatban azonban általában nem ez a helyzet.

A Pinewood-Shepperton, a Carrere-csoport és a Barrandov Studio a szűkebb, négyszámjegyű NACE 9211 (Film-, videogyártás) kód alá tartoznak. A NACE-osztályozáson felül az AMADEUS pontosabban meghatározza a csoportokat, azzal, hogy az ugyanazon NACE-kód alá tartozó vállalatokat méretük szerint is csoportosítja. A Pinewood-Shepperton, a Carrere-csoport és a Barrandov Studio a NACE 9211 „nagyon nagy vállalatai" közé tartoznak (a „nagyon nagy" nem abszolút mérőszám, hanem a NACE 9211 kód alá tartozó többi vállalathoz képest kell érteni). E 45 vállalatból álló csoport mediánja [1] 2000 és 2006 között, a rendelkezésre álló adatok alapján a következő:

	Medián
ROCE	10,1 %

A Studio Babelsberg az AMADEUS adatbázisában ugyanazon NACE-kód alatt szerepel, mint az előző három vállalat, de csak „nagyvállalatnak" minősül. A NACE 9211 kód alá tartozó „nagyvállalatok" csoportját 133 vállalat alkotja. A csoportra vonatkozó medián ugyanabban az időszakban (2000 és 2006 között):

	Medián
ROCE	10,1 %

A Cinecittà stúdiót a „reklámozási" NACE-kód alá sorolták, ami azt jelenti, hogy az a csoport alkalmatlan összehasonlítási célra. A CDL-t is egy 7413 (Piac- és közvélemény-kutatás) NACE-kód alá tartozó, véleményünk szerint az értékelésünkhöz nem releváns csoportba sorolták.

2. *Az ORBIS adatai* [2]

A spanyol hatóságok által átadott beadványban említett vállalatokra vonatkozó adatok kinyerése érdekében az ORBIS-hoz kellett fordulni. Az ORBIS-ban a következő vállalatokról találtunk információt:

— Pinewood Shepperton

— Studio Babelsberg

— Carrere csoport

— Cinecittà

— Ealing Studios

— Barrandov

— Prime Focus

— Ray Corp

— EUROPACORP

Az e vállalatokra vonatkozó medián a 2002–2007 közötti időszakban:

	Medián
ROCE	10,82 %

Mivel ez a vállalatcsoport egyértelműen azonosított versenytársakból áll, nem számolhatunk olyan kiugró vállalatokkal, amelyek nem igazán ugyanabban a szegmensben tevékenyek, mint a CDL (ami például előfordulhat az AMADEUS-képezte csoportok esetében). Ezért megadjuk az erre a csoportra vonatkozó átlagot is a 2000–2007 közötti időszakra:

	Átlagos
ROCE	12,26 %

[1] A fent említetteknek megfelelően, e csoport mediánja elmarad a számtani átlagtól. E csoportképzésen alapuló elemzéshez az AMADEUS a teljes csoportra vonatkozó évi ROCE mediánt adja meg. Az időbeli összesítés (a szövegben feltüntetett számadat) érdekében az „éves mediánok mediánját" számítottuk ki.

[2] Az ORBIS olyan globális adatbázis, amely világszerte 50 millió vállalat adatait tartalmazza (Bureau van Dijk Electronic Publishing).

Következtetés

A CDL-be történt beruházás általunk számított alternatív tőkeköltsége 14,91 %. Ha a CDL által javasolt 2004. évi üzleti tervet és az LECG-elemzést névértéken vesszük, e projekt belső megtérülési rátája 5,74 %. Ugyanakkor hangsúlyozzuk, hogy a 2004. évi üzleti tervben előrejelzett cash flow indokolatlanul optimistának tűnik, figyelembe véve különösen a vállalatnál a 2002–2004 közötti időszakban felmerült veszteségeket. [1] Tekintettel a rendelkezésünkre álló információkra, feltehető, hogy a 2004. évi üzleti tervben bemutatott várható cash flow egy felső határt jelenített meg.

A bevezetésben is kifejtetteknek megfelelően egy magánbefektető csak akkor ruházna be a projektbe, ha a belső megtérülési ráta magasabb lenne, mint az alternatív tőkeköltség. Ebből következően a CDL egy befektetője sokkal nagyobb (azaz legalább 14,91 %-os) belső megtérülési rátát várt volna a szóban forgó projektbe történő beruházáshoz. Megállapíthatjuk, hogy a CDL-be történt beruházás nem teljesítette a piacgazdasági befektető elvét.

A 14,91 %-kal egyenlő WACC mellett, és feltételezve, hogy a 2004. évi cash flow előrejelzések a felső határt jelentik, a diszkontált cash flow-k összegeként kiszámítottuk a projekt nettó jelenértékét. A spanyol hatóságok beadványai alapján kitűnik, hogy a 199 milliós beruházás a 2005–2007 közötti időszak alatti cash flow-k összege. Az utolsó időszak cash flow-ja a maradványértéket is tartalmazza, a számítás pedig az osztalék-diszkontálási modell segítségével történik:

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

Ahol D_t a t évben fizetendő osztalék, g az osztalék növekedési rátája, r pedig a diszkontráta.

Ez a kifejezés nagyon érzékeny a D_t és a g paraméterekre. A D_t-re és a g-re vonatkozó pontos becslés nem célja e feljegyzésnek. Ezért a spanyol hatóságok által javasolt értékeket vesszük viszonyítási alapként, azaz D_t = 8 651 (az utolsó időszak cash flow-ja) és g = 2,553 % (az inflációs ráta). Ugyanakkor az általunk becsült diszkontrátát alkalmazzuk, amely 14,91 %. E paraméterértékek alapján a projekt nettó jelenértéke = -131,65 millió.

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

Észrevételek a legutolsó beadvánnyal kapcsolatban (március 25.)

A március 25-i beadványból hiányzik a módszertani szigorúság, és néhány olyan fő megállapítást tesz, amelyek legjobb esetben nem bizonyítottak. Azt mondja:

[1] Forrás: ORBIS Company Report.

...„E megtérülés, és mindenekelőtt azon kockázati felár számszerűsítése érdekében, amelyet egy magánbefektető egy projekttől elvár, különböző modellek alkalmazhatók, amelyek közül a legáltalánosabb a tőkepiaci árfolyamok modellje (CAPM). Ha például ezt a modellt alkalmaznánk a jelenlegi esetre, a magánbefektető 3,75 %-os kockázati felárat, nem pedig megtérülést várna 2000-ben, illetve 2,07 %-ost 2004-ben”,

továbbá bemutatja az alábbi táblázatot:

1. *táblázat*

A CDL-től *elvárt* kockázati felár CAPM-modell szerinti becslése

	Piaci kockázati felár	A Ciudad de la Luz bétája	A Ciudad de la Luztól *elvárt* kockázati felár
2000	9,49 %	0,395	3,75 %
2004	5,25 %	0,395	2,07 %

Más szóval, a beadvány állítása szerint a CDL bétája ß = 0,395. Ez nem bizonyított állítás, mivel nem támasztja alá semmilyen számszerűsített és ellenőrizhető adat. Ezenfelül a józan ésszel is nehezen összeegyeztethető.

Az alábbiakban néhány szó szerinti idézet következik a Brealey és Myers szerzőpárostól, akikre az LECG-beadvány elsődlegesen hivatkozik.

„…a béta azt méri, hogy egy adott értékpapír mennyire érzékeny a piaci mozgásokra. Az 1,0-nál nagyobb bétájú részvények felerősítik az általános piaci mozgásokat. A 0 és 1,0 közötti bétájú részvények a piaccal megegyező irányba tendálnak, de nem akkora mértékben. Természetesen a piac a »valamennyi részvényből álló portfólió«, ezért az »átlagos« részvény bétája 1,0.” (7. fejezet, 174. o.).

Más szóval, a magasabb bétájú részvények nagyobb volatilitást jelentenek, ezért kockázatosabbak.

A CDL-be történő beruházás legalább olyan kockázatos, mint az azon elismert versenytársaiba történő beruházás, amelyek bétája jelentősen magasabb 1-nél (lásd a KBC Securities és a Spezialist für Finanzaktien értékeléseit).

Végül, a kockázatmentes kamatlábat illetően igencsak opportunista dolognak tűnik a jelenlegi átmeneti pénzügyi válságra hivatkozva elutasítani a Bizottság által választott értéket, amely megfelel a CDL-be történő beruházás időszakában érvényes kockázatmentes kamatlábnak.

Függelék

A projekt finanszírozásához a befektetőknek tőkét kell befektetniük. E tőkének költsége van. Ez a tőkeköltség.

Szokásosan két általános tőkeforrásról lehet beszélni:

— a saját tőkéről (E),

— és a kölcsöntőkéről/tartozásról (D).

A saját tőke és a kölcsöntőke összege adja meg az összes tőkét (C) EUR-ban kifejezve. E két tőkeforrás mindegyikének van valamennyi költsége. Megjegyezzük:

— K_e a saját tőke költsége %-ban kifejezve,

— K_d a kölcsöntőke költsége %-ban kifejezve.

A tőkeköltség tehát a súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC), figyelembe véve a saját tőke és a kölcsöntőke arányát. Ezért tehát:

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

Felhívjuk a figyelmet arra is, hogy K_d és K_e kölcsöntőke és a saját tőke várható költsége, nem a múltbeli költsége.

Figyelembe véve az adósságfinanszírozás adóelőnyeit, és feltéve, hogy T a CDL-re alkalmazandó adókulcs, a következő képlet adódik:

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

Különösen a CDL tekintetében a 2000. évi üzleti terv nem tett említést tartozásról. Mivel a projektet teljes egészében saját tőkéből finanszírozták, a következő képlet adódik:

$$WACC = K_e$$

II. MELLÉKLET

[a 2010. márciusi dokumentumból]

Válasz az LECG által készített 2009. október 19-i beadványra

Az LECG tanácsadó vállalat bizottsági elemzésre adott válasza négy kérdésre összpontosít:

1. A CAPM-modell állítólagos téves alkalmazása.

   Noha az LECG elismeri, hogy a CAPM-alapú elemzés a megfelelő út, megkérdőjelezi a Versenypolitikai Főigazgatóság által használt paraméterértékeket. Pontosabban, az LECG azt állítja, hogy:

   — a részvényprémiumnak alacsonyabbnak kellett volna lennie,

   — a bétáknak is alacsonyabbnak kellett volna lenniük.

2. A Bizottságnak nemcsak a Consultia IT által készített üzleti tervre kellett volna koncentrálnia, hanem az Arthur Andersen-féle 2000. évi üzleti tervet is figyelembe kellett volna vennie a megfelelő viszonyítási alap megállapításához.

3. A Bizottság nem a megfelelő pénzügyi arányszámokat alkalmazta a CDL-projekt várható jövedelmezőségének becslésére.

4. A Bizottság továbbá nem vette figyelembe a szállodák és irodahelyiségek kialakításából származó várható bevételeket.

1. **A CAPM paraméterei**

1.1. *részvényprémium*

Az LECG megkérdőjelezi azon választásunkat, hogy a prémiumokra vonatkozó múltbeli adatokra hagyatkozunk, Fernández (2004) alapján, hogy megbecsüljük a Spanyolországban 2000 és 2004 között fennálló piaci kockázati felárat. Az LECG ehelyett azt javasolja, hogy ugyanezen szerző egy későbbi dokumentumában ([1]) fellelhető információt kellene használni.

Amint alább látható lesz, az LECG-jelentés csak nagyon szelektíven hivatkozik ere a dokumentumra.

Az LECG-jelentés azzal érvel, hogy a múltbeli részvényprémium helyett a várható részvényprémiumot kellene használni. Fernández (2009) ugyanakkor a következőket állítja:

„Könnyű arra a megállapításra jutni, hogy nincs általánosan elfogadott részvényprémium-pontbecslés, vagy a becslésére vonatkozó általános módszer. […]

A részvényprémiummal kapcsolatosan 150, 1979 és 2009 között közzétett pénzügyi és értékelési szakkönyvből vett ajánlások szerint a tartomány 3–10 %. Több könyv különböző részvényprémiumot használ különböző oldalakon, és a legtöbb könyv nem tesz különbséget a négy, részvényprémiumként leírt fogalom, azaz a múltbeli részvényprémium, a várható részvényprémium, az elvárt részvényprémium és a vélelmezhető részvényprémium között. […]

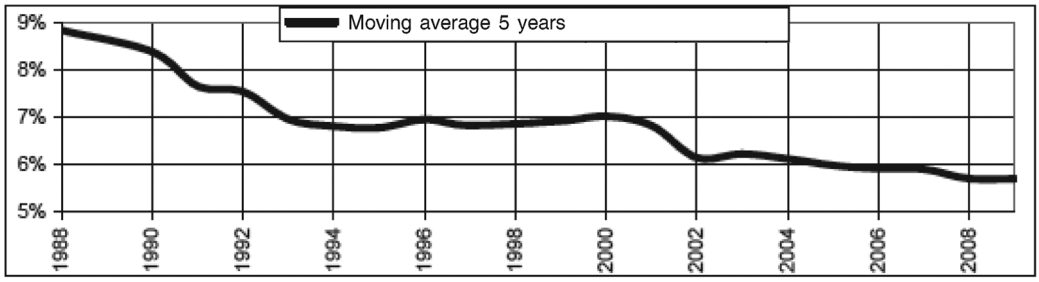
129 könyv a várható és elvárt részvényprémiumot szinonimának tekinti, és 82 nem tesz különbséget a várható és a múltbeli részvényprémium között."

Emellett, ami a konkrét értéket illeti, az LECG-tanulmány a Fernández (2009) által a közelmúltban bemutatott részvényprémium alkalmazását javasolja. Fernández javaslata szerint 3,8–4,3 % közötti elvárt részvényprémiumot (REP) kellene használni. Legalább két oka van, hogy ez a tartomány miért nem alkalmas a mi céljainkra. Először is, természetéből adódóan korlátozott, mivel egyetlen magánszemély szubjektív értékeléséről van szó. Meg kell jegyezni, hogy Fernández a 150 szakkönyvből kinyert átlagértéket is közzéteszi (lásd az alábbi ábrát). Másodszor, ami még lényegesebb, a 3,8–4,3 % közötti értékre irányuló javaslat az *aktuális részvényprémium* becslése, *nem a 2000–2004 közöttié*. A CAPM-modellbe illesztendő paraméterek értékeinek az üzleti döntés pillanatával

([1]) Pablo Fernández: *The Equity Premium in 150 Textbooks* [A részvényprémium 150 szakkönyvben], munkadokumentum, IESE Business School, 2009.

egyidejűnek kell lennie (azaz előzetesnek és nem utólagosnak). Más szóval, a megfelelő részvénypréмium a 2000-ben (vagy 2004-ben) érvényes részvénypréмium, nem a 2009-es. E tekintetben Fernández (2009) írása *mindenképpen* konszenzusos becslést ad a 2000. és 2004. évi REP-re. Különösen a 2004. évi REP magasabb, mint 6 %, míg értéke 2000 vonatkozásában körülbelül 7 %. E dokumentum közzététele előtti becslésünk helytálló volt, és ebbe a tartományba esett a 6,8 %-kal.

„Az alábbi ábra bemutatja az elvárt részvénypréмium (REP) alakulásának mozgó átlagát (az elmúlt öt évben), amint azt 150 pénzügyi és értékelési szakkönyv alkalmazza vagy javasolja."



Moving average 5 years	5 évre vetített mozgóátlag

1.2. *Béta*

Ami a bétát illeti, az LECG-jelentés kétségbe vonja az értékelésekben megjelölt magánvállalatok által átadott becslések alkalmazását. Az alábbiakban feltüntetjük azokat a hivatkozásokat, amelyek az általunk említett tanulmányokra mutatnak:

Carrere (az általunk felhasznált információ az alábbi jelentés 5. oldalán található):

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

Studio Babelsberg (lásd a 10. oldalt):

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

Meglátásunk szerint egy magánbefektető pontosan itt keresne információt a béta előzetes megállapításához. Ezek az elemzők rendelkeznek az előzetes értékelések vizsgálatához szükséges szakértelemmel.

A két tanulmány a Ciudad de la Luz egyes közeli versenytársainak bétáit mutatja be.

Az LECG tanulmányban kiterjedten, de szelektíven idézett szerző, Pablo Fernández messzemenőkig leírta, hogy a múltbeli béták (amit az LECG is javasolt), a semmitmondóhoz állnak közel.

Az „Are calculated betas worth for anything?" (Érnek-e bármit a számított béták?) című tanulmányában (munkadokumentum IESE Business School, 2008) Pablo Fernández erőteljes érveket hoz fel a számított béták értékelésekben történő felhasználása ellen.

„Bemutatjuk, hogy általában óriási hiba múltbeli bétát használni a várható béta helyettesítőjeként. Először is, mivel majdnem lehetetlen használható bétát kiszámítani, minthogy a múltbeli béták drámaian változnak egyik napról a másikra, másodszor, mivel gyakran nem tudjuk releváns statisztikai megbízhatósággal állítani, hogy az egyik vállalat bétája nagyobb vagy kisebb egy másikénál, harmadszor, mivel a múltbeli bétáknak sok esetben semmi értelmük: a nagy kockázatú vállalatok nagyon gyakran kisebb múltbeli bétával rendelkeznek, mint a kisebb kockázatú vállalatok, és negyedszer, mivel a múltbeli béták nagymértékben attól függnek, hogy milyen indexet használunk fel a kiszámításukhoz. […] [1]*"* (*saját kiemelés*)

A Fernández (2008) által kifejtett harmadik érv azt is mutatja, hogy az LECG által szerepeltetett béták nem lehetnek helyesek. Fernández ugyanis azt állítja, hogy a nagy kockázatú vállalatok bétája is magas. Ez egészen egyértelmű: egy nagy kockázatú projekttől (mint a CDL) várt megtérülésnek magasabbnak kell lennie, mint egy diverzifikált portfólió (pl. az IBEX 35) megtérülésének.

[1] Damodaran (Damodaran, Aswath: Damodaran on Valuation [Damodaran az értékelésről], New York: John Wiley and Sons, 1994) ugyanezt a következtetést vonja le a Disney bétájának kiszámításakor. Napi adatoknál 1,33-at kap, heti adatoknál 1,38-at, havi adatoknál 1,13-at, negyedéves adatoknál 0,44-et, míg éves adatoknál 0,77-et. Hároméves időszakra 1,04-et kap, öt évre 1,13-at, 10 évre 1,18-at. A béta attól is függ, milyen indexet használtak viszonyítási alapként, így a béta a Dow 30 tekintetében 0,99, az S&P 500 tekintetében 1,13, a Wilshire 5000 tekintetében 1,05.

Egy Spanyolországra összpontosító másik tanulmányban („On the instability of betas: the case of Spain" [A béták stabilitásáról: Spanyolország esete], munkadokumentum IESE Business School, 2008) Pablo Fernández ismét rámutat arra, hogy súlyos hiba múltbeli adatokból számított bétákat alkalmazni az elvárt sajáttőkehozam kiszámításához.

„Ez hét okból hiba:

1. mivel a múltbeli adatokból számított béták egyik napról a másikra jelentősen változnak;

2. mivel a számított béták nagymértékben függnek attól, hogy milyen részvényindex a piaci viszonyítási alap;

3. mivel a számított béták nagymértékben függnek attól, hogy mely múltbeli időszakot (5 év, 3 év,...) vesszük alapul kiszámításukhoz;

4. mivel a számított béták függnek attól, hogy milyen megtérülést (havi, éves...) veszünk alapul a kiszámításukhoz;

5. mivel nagyon gyakran nem tudjuk, hogy egy adott vállalat bétája alacsonyabb vagy magasabb-e, mint egy másiké;

6. mivel a számított béták csekély korrelációt mutatnak a részvények hozamával;

7. mivel a regressziók béták kiszámításához használt korrelációs együtthatói (és az R2) nagyon alacsonyak."

A dokumentum számos példát felsorol mindezen hét állítás alátámasztására.

2. **A megfelelő időkeret**

Korábbi elemzésünkben a 2004. évet vettük referenciaévnek a nettó jelenérték kiszámításához, mivel ekkor került sor a 199,4 millió EUR összegű teljes beruházás vállalására. Ugyanakkor könnyen megismételhetjük elemzésünket a 2000. év tekintetében. Az eredményül adódó WACC magasabb lenne, mint 2004-ben ([1]), mind a magasabb piaci kockázati felárnak (amely a Fernández által összegyűjtött információ alapján 7 % körül lehet, lásd az 1.1. pontot), mind a magasabb kockázatmentes kamatlábnak (amely 2000-ben 5,53 % volt Spanyolországban ([2])) köszönhetően. Így a 8,84 %-os belső megtérülési ráta még mindig jóval elmaradna a tőkeköltségtől (pontosabban: WACC = 5,53 % + 1,59*7 % = 16,66 %).

Lehetőség van arra, hogy egy további lépéssel kiszámítsuk a projekt 2000. évi nettó jelenértékét. Figyelemmel valamennyi, az előző elemzésünkben említett kifogásra (azaz a jövőbeli érték kiszámításához használt cash flow és paraméterek névértéken vétele, kivéve természetesen a WACC-t), a következő negatív nettó jelenértékeket kapjuk:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Nettó jelenérték
Cash flow	– 46 479	– 69 719	9 005	12 616	6 930	7 710	68 698	
Diszkont	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	
DCF	– 46 479	**– 59 762,56**	**6 616,67**	**7 946,13**	**3 741,50**	**3 568,16**	**27 252,87**	**– 57 116,22**

([1]) Számításaink szerint a WACC 14,91 volt 2004-ben, 4,1 %-os kockázatmentes kamatot és 6,8 értékű piaci kockázati felárat alapul véve.
([2]) Lásd az OECD statisztikáit.

3. **Pénzügyi mutatószámok**

Az LECG-jelentés egyetért azzal az álláspontunkkal, hogy a CAPM a megfelelő eszköz az előzetes tőkeköltség értékeléséhez. Ezenfelül, a jelentés nem tartalmaz egyetlen érvet sem, amely cáfolná a ROCE WACC helyettesítőjekénti alkalmazását. Ezért nem szükséges a korábbi feljegyzésben már kifejtett indokolást megismételni. Ugyanakkor továbbra is érdemes lehet emlékeztetni arra, miért a ROCE a legmegfelelőbb mutatószám. Mivel egy vállalat gazdasági jövedelmezőségét utólagosan mérik a befektetett tőke megtérülése és a tőkeköltség különbségével, ezért ebből az következik, hogy ha viszonyítási alapot kell teremtenünk versenytársak múltbéli adatai alapján, hogy meghatározzuk a befektetők által elvárt minimális megtérülést, a megfelelő helyettesítő az átlagos ágazati ROCE.

4. **A beruházás szállodákra és irodahelyiségekre történő kiterjesztése**

Az állítások itt új bizonyítékokra épülnek, azaz hat földterület-értékbecslési jelentésre. Előzetes megjegyzésként felhívjuk a figyelmet arra, hogy ezt a bizonyítékot utólagosan terjesztették elő, ezért nem volt része az akkori lehetséges befektető rendelkezésére álló információknak ([1]). Másodszor megjegyezzük, hogy az Arthur Andersen jelentése csak megemlíti egy szállodakomplexum kifejlesztésének lehetőségét (a III. szakaszban), illetve bizonyos irodahelyiségekét (a IV. szakaszban). A jelentés tartalmazza a szállodák és irodahelyiségek kialakítási költségnek becslését, de a kapcsolódó bevételeket egyáltalán nem, így hiányzik a területhasznosítás jövedelmezőségével kapcsolatos értékeléshez szükséges információ. A III. és IV. szakasz megépítéséhez ugyanis nem készült üzleti terv. A Consultia IT üzleti tervében a szállodákra történő hivatkozás csak közvetett, a szállodákat csak kiegészítő szolgáltatásokra alkalmas terület keretében említik, míg az irodahelyiségekről említést sem tesznek. Emellett ezeket a tevékenységeket egyáltalán nem vizsgálják a gazdasági és pénzügyi előrejelzésekről szóló szakaszokban. Más szóval, egyetlen szakaszban sem állt a magánbefektető rendelkezésére üzleti terv a területhasznosítást érintően. Így ebből az következik, hogy a projekt előzetes értékelését egyedül a filmstúdiókra vonatkozó üzleti terv alapján lehet elvégezni, ugyanis minden releváns bizonyíték arra utal, hogy a területhasznosítás nem volt része az eredeti üzleti tervnek. Ugyanis az LECG 2008. áprilisi beadványa kifejezetten kimondta az 5. szakaszban (*A Ciudad de la Luzban található szállodakomplexum és kereskedelmi terület operatív értéke*), hogy a szolgáltató komplexumba (szállodákba és kereskedelmi területbe) történő beruházás részleteit nem elemezte egyik üzleti terv sem, mivel i. a fent említett szolgáltatások kivitelezésére csak a stúdiókat követően kerülne sor és ii. a stúdió jövedelmezősége elég magas volt, ezért nem volt szükséges akkor elemezni a Ciudad de la Luz által esetlegesen generált további bevételeket.

A földterület értékelése szempontjából az egyetlen releváns információ azokból az ajánlatokból derül ki, amelyeket a Ciudad de la Luz 2005-ben kapott a szállodák és a kereskedelmi terület megépítésére és üzemeltetésére; ezeket az előbb említett 5. szakaszban ismertettük. Ez a piaci értékelést jeleníti meg, amely a beruházási döntéssel egyidőben zajló, ráadásul ingatlankonjunktúrával jellemzett időszakban született. Amint az a következő szakaszban kifejtésre kerül, az EUROVAL értékbecslései nem adnak megfelelő útmutatást a földterületek értéke vonatkozásában.

Az e területhasznosítást is tartalmazó nettó jelenérték kiszámítása céljából használható a piac által meghatározott ár (az a tény, hogy ez viszonylag alacsony, amint azt a spanyol hatóságok is elismerték, bizonyítja, hogy ez az ingatlanfejlesztés nem tűnt nagyon vonzónak a magánbefektetők számára).

Az alábbi táblázat megadja az ingatlanfejlesztést is tartalmazó nettó jelenértékkel kapcsolatos számításokat, a 2005-ben ténylegesen benyújtott ajánlatok alapján (560 000 EUR évente, az inflációval kiigazítva, amint azt az LECG megadta). Amint az azonnal látható, a nettó jelenérték így is negatív.

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

([1]) A 2008. április 25-i LECG-jelentés ugyanezt az utat követi, mivel már a kezdetekkor (a 2.1. szakasz elején) kimondja, hogy a piacgazdasági befektető elvének alkalmazása tekintetében az a releváns kérdés, hogy „*a beruházás időpontjában rendelkezésre álló információk alapján a projekt kellő jövedelmezőséget kínált-e, hogy arra ösztönözzön egy magánbefektetőt, hogy szintén vállalja ezt a beruházást? […] A beruházási döntést előzetes szempontból kell elemezni.*”

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

Az Euroval földterület-értékbecslési jelentéssorozatot készített. Ezeket a jelentéseket a Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana, a Ciudad de la Luz (CDL) befektetője rendelte meg. A jelentés célja a CDL-komplexumon belüli szállodák és irodahelyiségek megépítésére szolgáló földterület objektív értékelése. Az értékbecslést a 2000., a 2002. és a 2009. év vonatkozásában készítették el. Ezen évek mindegyike tekintetében két telket értékeltek, az egyik a szállodakomplexum megépítésére szolgál, a másik az irodaépületekére, így összesen 6 értékbecslési jelentéssel kell számolni.

Mivel a jelentések nagy általánosságban ugyanazt a módszertant követik, megjegyzéseink némelyike általános; ahol konkrét állításokra hivatkozunk, megjelöljük a megfelelő jelentést.

Ez az emlékeztető bemutatja a fent említett jelentések korlátait, és megállapítja, hogy az ott szereplő értékbecslések nem megbízhatóak. Az emlékeztető emellett megjegyzi, hogy az értékbecslési jelentések nem egyeztethetők össze a spanyol hatóságok által korábban átadott dokumentumokban foglalt állítások némelyikével. Végül az emlékeztető megjelöli azt a fajta bizonyítékot, amelyet fel lehetett volna használni a földterület értékének becsléséhez.

4.1. *A jelentések*

Amint az látható, az Euroval nem írta alá és nem pecsételte le ezeket a jelentéseket, azaz nem bizonyított, hogy felelősséget vállal az értékelésekért.

A spanyol hatóságok azt állítják, hogy a földterületről szóló, 2000. és 2002. évi értékbecslési jelentések nem felelnek meg az épületek értékeléséről szóló ECO 805/2003. számú miniszteri rendelet követelményeinek, mivel céljuk eltér az említett rendelet alkalmazási körétől (pl. az irodahelyiségek 2000. évi értékbecslését tartalmazó jelentés 3. oldala). Az nem derül ki, hogy a fent említett miniszteri rendelet miért nem alkalmazható. A fent említett miniszteri rendeletre a föld értékbecsléséről szóló 6/1998. számú törvénnyel összefüggésben is hivatkoznak (lásd az említett jelentés 13. oldalát). Azzal érvelnek, hogy mivel az értékbecslésre a 2000. évre visszamenőleg kerül sor 2002-ben, „az eljáró műszaki csoport szabadon alkalmazhatja a kitűzött cél eléréséhez általa legmegfelelőbbnek tartott számítási kiigazításokat és feltételezéseket". Ugyanakkor nem fejtik ki ezeket a „kiigazításokat" és „feltételezéseket". Emellett nem egyértelmű, hogy a meglévő jogszabály miért nem alkalmazható, különösen a földterület értékbecslése vonatkozásában. Arra sem találunk indokolást, hogy az akkor hatályos törvényeket miért nem alkalmazzák.

Az irodaépületek céljára szánt telkek *aktuális* (2009) értékbecslését magában foglaló jelentés ennél sokkal meglepőbb állítást tartalmaz. Azt állítja, hogy a *jelenleg hatályos jogszabályoknak* megfelelően alkalmazandó módszerek kiigazíthatók, mert: „mivel az értékbecslés célja nem pénzügyi hozzájárulás a szóban forgó időpontban, az eljáró műszaki csoport szabadon alkalmazhatja a kitűzött cél eléréséhez általa legmegfelelőbbnek tartott

számítási kiigazításokat és feltételezéseket." Más szóval, mivel az értékbecslés nem pénzügyi tranzakcióhoz szükséges, a törvény alapján alkalmazandó módszerek megváltoztathatók. Pontosabban, mivel nincs valódi pénz/tranzakció, a műszaki csoport elismeri, hogy úgy vélik, megtehetik az általuk megfelelőnek ítélt kiigazításokat, tekintettel a „kitűzött célra".

Ezért nem meglepő, hogy az Euroval hivatalosan nem hagyta jóvá e hat jelentés egyikét sem.

4.1.a. Az irodaépítésre vonatkozó jelentések (NNT-telek)

A jelentéseknek azt is részletesebben ki kellett volna fejteniük, hogy mit értenek a földterület „tercier hasznosításán".

E jelentések legszembetűnőbb korlátja, ahogyan a Ciudad de la Luz komplexum irodáihoz a viszonyítási alapul szolgáló árakat megállapítják. A 2000. évi jelentés 18. oldalán kilenc tranzakciót sorolnak fel, többek között a négyzetméterenként fizetett árat. Ezekre a tranzakciókra 1999 decembere és 2000 szeptembere között került sor, és az átlagár 1 111,7 EUR/négyzetméter volt. A Ciudad de la Luz irodahelységeihez ezt az értéket veszik viszonyítási alapul.

A Ciudad de la Luz komplexum Alicante városán kívül található, egy ipari komplexum (*polígono industrial*) mellett. Ezzel szemben a fent említett tranzakciókkal érintett irodahelyiségek (amelyek átlagos mérete: 115,26 négyzetméter) Alicante üzleti negyedének legelőkelőbb utcáiban találhatók. Egyszerűen semmi értelme e tranzakciókat felhasználni egy Ciudad de la Luzban beépítendő 66 576,54 m^2 területre vonatkozó viszonyítási alap megállapításához.

A jelentés a spanyol fogyasztói árindexszel (CPI – Indice de Precios al Consumo, IPC) számol az aktuális értékek csökkentéséhez. Az IPC-t különösen arra használják, a hogy a földterület jelenlegi értékbecslését a 2000. évre visszamenőleg csökkentsék (24. o.). Megjegyezzük, hogy amint a neve is mutatja, a CPI/IPC nem tartalmazza az eszközár-inflációt; az indexet fogyasztói javak kosara alapján számítják. A CPI/IPC alkalmazása földterületek vagy ingatlanok értékének csökkentéséhez messze nem ártalmatlan, az alább kifejtett okokból.

Amint az közismert, Spanyolországban több mint 10 éven át ingatlankonjunktúra volt, (jelenlegi makrogazdasági megpróbáltatásai jelentős mértékben ennek köszönhetők). Ebből következően a földterületek ára jóval gyorsabb ütemben emelkedett, mint az általános CPI.

A spanyol kormány lakásügyi minisztériuma (Ministerio de Vivienda, http://www.mviv.es/es/) szerint a lakásárak Alicante tartományban 122,2 %-kal növekedtek 2000 első negyedévétől 2009 harmadik negyedévéig (ezt az időszakot azért választott ák, mivel a 2000. évi Euroval-jelentésben szereplő, 2000 januárjától 2009 augusztusáig tartó időszaknak ez felel meg). Ha egy pillantást vetünk az idősorokra, kiderül, hogy az ingatlanárak emelkedtek a leggyorsabban a figyelembe vett időszak kezdetén.

Ugyanez a statisztikai forrás a földterületek áráról is szolgáltat adatokat, sajnos a sorozat 2004-gyel indul. A városi földterület átlagos négyzetméterára Alicante tartományban 234,3 EUR/m^2 volt 2004 első negyedévében. A több mint 50 000 lakosú településekre jellemző ugyanezen számadat Alicante tartományban 464,9 EUR/m^2 volt 2004 első negyedévében.

Mivel a városi földterület tényleges hasznosítására alkalmas föld ára szorosan összefügg a lakóingatlanárakkal, úgy kaphatjuk meg a 2000 első negyedévétől 2003 negyedik negyedévéig uralkodó földterületárak deflációs eszközének közelítő értékét, hogy a lakóingatlanárak ugyanezen időszakban bekövetkezett inflációját vizsgáljuk. A spanyol lakásügyi minisztérium szerint Alicante tartományban a lakóingatlanárak 80,1 %-kal emelkedtek 2000 első negyedéve és 2003 harmadik negyedéve között.

Így, függetlenül attól, hogy az átlagos földterületárat (234 EUR/m^2 2004 első negyedévében) az egész tartomány vonatkozásában vesszük-e alapul, vagy a nagyobb települések vonatkozásában (464,9 EUR/m^2 az első negyedévben), ilyen nagyságú (+/-80 %) deflációs eszköz alkalmazásával a földterület ára 2000 első negyedévében jóval elmarad az Euroval jelentésében leírttól.

Azt is meg kell említeni, hogy az árak alakulását tekintve a jelentések ellentmondanak egymásnak. Amint fent említésre került, a 2000. évi jelentés 18. oldalán kilenc tranzakció felsorolása szerepel, többek között a négyzetméterenként fizetett ár is. Ezekre a tranzakciókra 1999 decembere és 2000 szeptembere között került sor, és az átlagár 1 111,7 EUR/négyzetméter volt. A Ciudad de la Luz irodahelyiségeihez ezt az értéket veszik viszonyítási alapul.

A 2009-es jelentés ugyanezt a módszert követi. A 18. oldalon hét tranzakciót sorol fel, amelyekre 2007 áprilisa és 2008 decembere között kerül sor. Az átlagérték 2 736,22 EUR/négyzetméter. A 2009. évi jelentés tehát nyilvánvaló bizonyítékot szolgáltat arra, hogy az ingatlaninfláció jóval meghaladta a 2000. évi jelentésben alapul vett 33,5 %-ot. A két jelentést összehasonlítva, az infláció mértékére 146,1 % adódik. Ez összhangban van a lakásügyi minisztérium jelentésével: 2000 első negyedéve és 2008 második negyedéve között (azaz a 2009. évi jelentésben említett tranzakciók többségének idején) Alicante tartományban a lakóingatlanárak 152,1 %-kal emelkedtek.

Az a tény, hogy a 2009. évi jelentésben szereplő számadatokat 15 %-kal csökkentik az aktuális árak megállapítása érdekében, nem változtat az összképen a nagyságrendeket illetően.

Mellékesen megismételnénk, hogy nem ésszerű az Alicante központjában található kisebb irodahelyiségek árait viszonyítási alapként használni a Ciudad de la Luz komplexum tekintetében.

Két további észrevételt kell szem előtt tartani. Először is, az ingatlankonjunktúra időszakában a földterület ára általában gyorsabban növekszik a lakóingatlan áránál. A lakóingatlanok árindexe mindenképpen alábecsüli a földterületek árának inflációját. Másodszor, a nagyobb települések átlagos földterületára valószínűleg nem reprezentálja kellően az olyan helyszínre jellemző földterületárakat, mint a CDL. Ezen átlagár megállapításának alapjául szolgáló adatok többsége ugyanis olyan telkekből származik, amelyek városokban vagy azok közvetlen közelében találhatók (azaz külvárosi „urbanizaciones"); a CDL a városon kívül található egy olyan helyszínen, ahol kevés a lakáscélú ingatlan (ha egyáltalán van).

Végül, a lakóingatlanok árának inflációját tükrözi az Unversidad Carlos III de Madrid egyetemen másodéves hallgatóknak oktatott tananyag, amely a következő oldalon található meg: http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/, materiales, Tema I, 67. dia, amelyet az alábbiakban mutatunk be. Ez a grafikus bizonyíték tovább erősíti azt a tényt, hogy a lakóingatlanárak jóval nagyobb ütemben emelkedtek, mint a CPI/ICP.

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

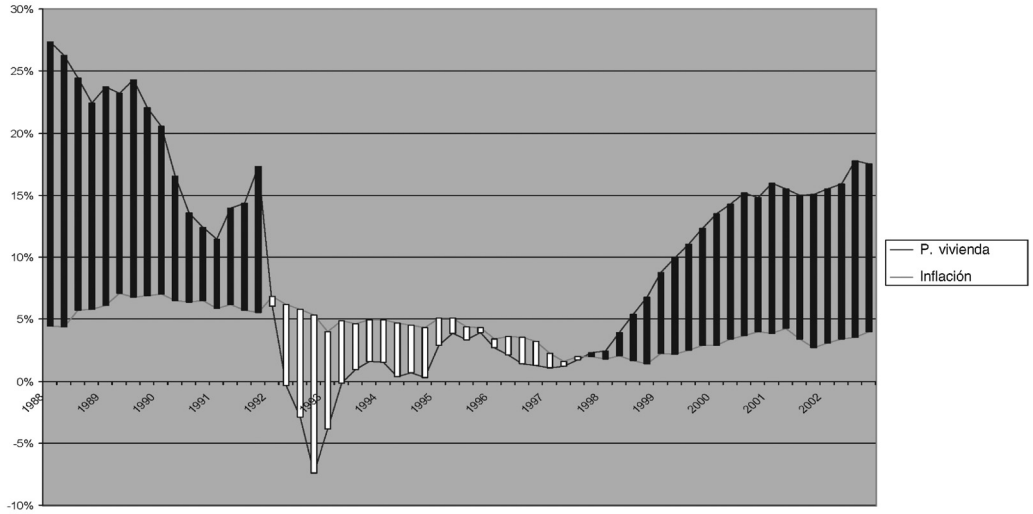


Gráfico 20	20. ábra
Crecimiento nominal de los precios de la vivienda e inflación.	A lakóingatlanárak névleges emelkedése és az infláció
Fuente: Ministerio de Fomento e INE.	Forrás: Fejlesztési Minisztérium és a Spanyol Nemzeti Statisztikai Hivatal (INE).
P. vivienda	Lakóingatlanárak
Inflación	Infláció

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

A jelentések mindegyikében az annak igazolására előterjesztett érvek, hogy a területhasznosítás költségei nullához közelítenek, nem túl meggyőzőek, tekintve, hogy némi többletköltséget viselni kellett volna.

Végül, az irodakomplexum (NNT) esetében a két értékbecslési módszerből (dinamikus maradványérték módszer és a CPI növekedése) nyert értékek közötti 35 %-os (2002), illetve több mint 50 %-os (2000) különbség a gyakorlat nagymértékben spekulatív jellegére mutat rá.

4.1.b. A szállodakomplexumra szánt telek (NNH-telek) értékbecsléséről szóló jelentések

A második (NNH) telekre vonatkozó 2000. és 2002. évi jelentéseket ugyanilyen korlátok jellemzik (pl. alkalmatlan deflációs eszköz használata, indokolás hiánya arra vonatkozóan, hogy miért nem a spanyol jogszabályokban foglalt értékbecslési módszereket alkalmazzák stb.). A fent említettek szerint e jelentések egyikét sem írták alá, és le sem pecsételték.

Helyénvalónak tűnik azonban néhány további megjegyzés. A 2000. és 2002. évi jelentés az átlagárak segítségével határoz meg referenciaárakat a szállodai szobákra. A forrást ugyanakkor nem jelölik meg, és nem is világos, hogy Alicante tartományról (2002. évi jelentés) vagy a Comunidad Valenciáról (2000. évi jelentés) van-e szó.

Az eredményül adódó átlagárak 44,95 EUR/éj a 2000. évi jelentésben és 47,65 EUR/éj a 2002. évi jelentésben. Jóllehet az ezeket az értékeket alátámasztó forrást nem adták meg, ezek az értékek nem ugranak ki a korábbi számadatok közül.

Ezzel ellentétben a 2009. évi jelentés egy 6 szállodából álló lista alapján állapítja meg a referenciaárat; e szállodák mindegyike négy- vagy ötcsillagos. Ez a referenciaár 104 EUR/éj. Nem kapunk magyarázatot arra, hogy a referenciaárak megállapításához alkalmazott módszertan miért tér el a 2000. évi és a 2002. évi jelentésekben követett módszerektől.

Ennél is fontosabb, hogy nehéz megérteni, miért négy- és ötcsillagos szállodákat vettek alapul. Utal arra bármi, hogy négy- és ötcsillagos szállodák iránt kereslet lenne Alicantén kívül, egy főútvonal és egy ipari komplexum („polígono industrial") mellett?

Ugyanígy sokatmondó, hogy a CDL-komplexum közelében található egyetlen szállodát nem vették figyelembe. Ez a szálloda egy IBIS, amelynek árai a *2010 nyarára* jellemző 49 EUR/éjnél indulnak http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml, megtekintve 2011. február 24-én). További bizonyítékként egy golfpálya melletti luxusapartmanház (viszonylag közel a CDL-hez) 2010 augusztusában 80 EUR-t kért éjszakánként (főszezonban, lásd http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, megtekintve 2011. február 24-én).

Az NNH-telkekre vonatkozó 2009. évi jelentés szintén tartalmaz néhány meglepő állítást. Eleinte kellemes meglepetésként ér, hogy az értékbecslés során alkalmazott módszer megfelel a jogszabályoknak (a 13. oldalon ezt olvashatjuk: „A módszertani hivatkozások az ingatlanok értékbecsléséről szóló ECO 805/2003 miniszteri rendeletben és a földterületek értékbecsléséről szóló, 1998. április 13-i 6/1998. évi törvényben megállapított kritériumok, mivel az értékbecslés célja a mostani érték megállapítása". A 25. oldalon azonban felfedezhetjük, hogy az értékbecslési jelentés *nem* teljesítette a miniszteri rendeletben foglalt követelményeket. „Az ingatlanok értékbecslésére vonatkozó szabályokról szóló 2003. márciusi ECO 805/2003. számú rendelet 61. cikke (1) bekezdésének b) pontjával összhangban hangsúlyozzuk, hogy ez az értékbecslési jelentés nem felel meg formailag az említett rendeletnek, mivel célja eltér a rendelet alkalmazási körétől" (*„por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma"*).

Azt is fontos megjegyezni, hogy nagyon nagy a különbség a négyzetméterre vonatkozó becslések között a két telket (NNH és NNT) illetően. Elismerve, hogy az előirányzott rendeltetés (iroda kontra szálloda) magyarázatot adhat e különbség egy részére, a szakadék így is feltűnő. A szállodák tekintetében az értékek a 144,12 EUR/m^2 (2000) és a 2009-es 188,35 EUR/m^2 között alakulnak. Az irodahelyiségeket illetően ugyanezek az értékek 491,64 EUR/m^2 (2000) és a 2009-es 800 EUR/m^2 között találhatók. Mivel magyarázható e két, egymás mellett elhelyezkedő telek árának alakulásában (inflációban) látható jelentős különbség? Ezt a több mint 300 %-os különbséget mivel lehet indokolni?

Megállapíthatjuk-e, hogy ez annak köszönhető, hogy a szállodákra szánt telek értékének megállapítására használt módszertan közelebb áll a jogszabályban rögzített előírásokhoz? Vagy csak a szállodák éjszakánkénti ára nagyobb átláthatóságának tudható be?

Azt is olvashatjuk, hogy a változó költségek a bevételek 50 %-át teszik ki (például a 2009. évi jelentés 18–19. oldalán). E nagy eltérések becslése honnan ered?

A kivitelezési költségeket a referenciaár-modul alapján becslik. A 2000. és 2002. évi jelentésekben a helyes számadatokat választott ák ki. A 2009. évi jelentésben a 2006. évi számadatok szerepelnek. Miért van ez?

4.2. *Kockázati felárak*

Azt is megjegyezzük, hogy a jelentések elismerik, a szállodai létesítményekbe történő beruházások kockázatosabbak, mint az irodahelyiségekbe történő beruházások (pl. a 2000. évi jelentés 12. és 26. oldalán). A spanyol hatóságok következetesen, mindig „szállodakomplexum" megépítését irányozták elő.

Ugyanígy, a jelentés utal arra, hogy a diszkontrátát (*tipo de actualización*) az alábbi képlet segítségével lehet kiszámítani (a 2000. évi jelentés 16. oldala):

i = kockázatmentes kamatláb + kockázati felár.

Ugyanezen az oldalon a táblázat megadja a kockázati felárak alkalmazandó minimumértékeit. A megfelelő felárak meghaladják a Ciudad de la Luzba történő beruházás előzetesen elvárt megtérülését.

Végül, a 2000. évi jelentés 21. oldalán szereplő számítások során használt kockázati felár (10 %) alacsonyabb, mint a 16. oldal megfelelő táblázatában szereplő (11 %).

4.3. *Hiteles értékbecslések*

Annak érdekében, hogy hiteles értékbecsléseket kapjunk a földterületről, a méret és az elhelyezkedés (az Aguas Amargas ipari épületegyüttes mellett) tekintetében hasonló jellemzőkkel rendelkező, és „tercier hasznosításra", illetve „szállodai hasznosításra" szánt különböző telkek 2000 körüli értékbecsléseit kellett volna alapul venni.