II

(Atti non legislativi)

DECISIONI

DECISIONE DELLA COMMISSIONE

dell'8 maggio 2012

relativa all'aiuto di stato SA.22668 [C 8/08 (ex NN 4/2008)]

[notificata con il numero C(2012) 3025]

(Il testo in lingua spagnola è il solo facente fede)

(Testo rilevante ai fini del SEE)

(2013/126/UE)

LA COMMISSIONE EUROPEA,

visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in particolare l'articolo 108, paragrafo 2, primo comma,

visto l'accordo sullo spazio economico europeo, in particolare l'articolo 62, paragrafo 1, lettera a),

dopo aver invitato gli interessati a presentare osservazioni a norma delle suddette disposizioni [1] e viste dette osservazioni,

considerando quanto segue:

I. **PROCEDIMENTO**

(1) Il 22 febbraio 2007, la Commissione ha ricevuto una denuncia afferente ad aiuti di Stato dal denunciante A [2] in relazione al sostegno concesso, secondo quanto sostenuto, dalla regione di Valencia al complesso di studi cinematografici Ciudad de la Luz. Il 15 marzo 2007 il denunciante A ha autorizzato l'invio della sua denuncia alle autorità spagnole.

(2) Il 10 aprile 2007, la Commissione ha trasmesso la denuncia completa alle autorità spagnole, richiedendo informazioni sui presunti aiuti. La Commissione non aveva ricevuto alcuna notifica di misure a sostegno della cinematografia nella regione di Valencia in vista dell'autorizzazione a titolo di aiuti di Stato.

(3) Dopo aver richiesto, il 18 aprile 2007, una proroga del termine (concessa il 24 aprile), le autorità spagnole hanno risposto alla richiesta della Commissione di fornire informazioni il 15 giugno 2007.

(4) Il 30 aprile 2007, il denunciante A ha segnalato alcuni link ad articoli pubblicati su *Variety* nei quali, secondo quanto riferito, venivano illustrate le sovvenzioni concesse per la realizzazione di film nella regione di Valencia e si confermava che Ciudad de la Luz attraeva produzioni cinematografiche con un budget elevato [3].

(5) Il 13 luglio 2007 la Commissione ha chiesto ulteriori informazioni alle autorità spagnole. Dopo aver chiesto, il 18 luglio 2007, una proroga del termine (concessa il 19 luglio), le autorità spagnole hanno risposto alla richiesta di informazioni della Commissione l'8 ottobre 2007.

(6) Il 15 luglio 2007 la Commissione ha ricevuto una seconda denuncia dal denunciante B [4]. Con l'autorizzazione del denunciante, la Commissione ha trasmesso la denuncia alle autorità spagnole il 2 agosto 2007.

(7) Con lettera del 13 febbraio 2008, la Commissione ha informato le autorità spagnole della propria decisione di avviare il procedimento di cui all'articolo 108, paragrafo 2, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea in relazione all'aiuto. La Spagna ha risposto il 28 aprile 2008.

(8) La decisione della Commissione di avviare il procedimento è stata pubblicata nella Gazzetta *ufficiale dell'Unione europea* [5]. La Commissione ha invitato le parti interessate a presentare osservazioni in merito agli aiuti.

[1] GU C 134 del 31.5.2008, pag. 21.

[2] Il denunciante A è un importante operatore del settore cinematografico europeo. Ha chiesto che la sua identità non sia resa nota.

[3] «New Valencia studio offers film rebates», http://www.variety.com/article/VR1117958591.html?categoryid=19&cs=1; «Polanskis Pompeii takes shape», http://www.variety.com/article/VR1117963040?refcatid=19&printerfriendly=true.

[4] Il denunciante B è un importante operatore del settore cinematografico europeo. Ha chiesto ugualmente che la sua identità non sia resa nota.

[5] Cfr. nota 1.

(9) La Commissione ha ricevuto le osservazioni dagli interessati e le ha trasmesse alla Spagna il 3 ottobre 2008. Le osservazioni delle autorità spagnole sono pervenute il 21 novembre 2008 e il 29 dicembre 2008.

(10) A seguito di una riunione fra la Commissione e le autorità spagnole svoltasi l'11 febbraio 2009, la Spagna ha fornito informazioni supplementari il 30 marzo 2009.

(11) Il 26 agosto 2009 la Commissione ha inviato un'ulteriore richiesta di informazioni alla Spagna alla quale le autorità spagnole hanno risposto il 20 ottobre 2009, fornendo informazioni supplementari il 1º febbraio 2010.

(12) La Commissione ha inviato un'ulteriore richiesta di informazioni alla Spagna il 24 maggio 2011, informandola di aver nominato un consulente economico indipendente, Ecorys. La Spagna ha risposto il 7 giugno 2011. La Commissione ha risposto alla Spagna il 22 luglio 2011.

(13) La Commissione ha inviato alla Spagna la sua ultima richiesta di informazioni, che comprendeva anche la relazione di Ecorys, il 1º agosto 2011. La Spagna ha presentato le proprie osservazioni sulla relazione di Ecorys il 3 ottobre 2011. L'11 aprile 2012 la Spagna ha fornito ulteriori dati sull'investimento pubblico in Ciudad de la Luz SAU.

II. **DESCRIZIONE DETTAGLIATA**

(14) Ciudad de la Luz è un importante complesso di studi cinematografici situato nelle immediate vicinanze di Alicante (Valencia). Il governo della regione di Valencia (*Generalitat Valenciana*) ha adottato la decisione iniziale di investire nel progetto Ciudad de la Luz il 24 ottobre 2000.

(15) La società Ciudad de la Luz SA si è costituita il 2 novembre 2000. Il suo obiettivo era quello di svolgere le attività necessarie per la promozione, l'organizzazione e la gestione del complesso «Ciudad de la Luz», ivi compresi la costruzione, la gestione e l'utilizzo delle strutture audiovisive e cinematografiche, nonché altre attività affini di tipo ricreativo e alberghiero.

(16) Il 75 % del capitale proprio iniziale di Ciudad de la Luz SA, pari a 600 000 EUR, era di proprietà della società Parque Temático de Alicante SAU, in seguito convertita in Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (SPTCV). SPTCV è un ente pubblico che svolge attività di investimento per conto del governo della regione di Valencia. Il restante 25 % era controllato da Producciones Aguamarga SL, società privata incaricata dell'esecuzione delle rimanenti opere di costruzione, della promozione di Ciudad de la Luz e della gestione degli studi cinematografici.

(17) A novembre 2001 il capitale sociale è stato aumentato a 9 milioni di EUR; SPTCV ha acquisito la totalità delle nuove azioni, elevando così la propria partecipazione al 98,4 %. SPTCV ha aumentato ulteriormente la propria partecipazione a febbraio 2003 e a maggio 2004 attraverso analoghe sottoscrizioni di nuovo capitale sociale. Nel luglio 2004 Producciones Aguamarga ha venduto la propria quota dello 0,2 % di Ciudad de la Luz SA ([6]) a SPTCV (per 139 059 EUR). Da allora, il governo della regione di Valencia detiene il 100 % del capitale sociale di Ciudad de la Luz SAU attraverso SPTCV. Da quel momento Ciudad de la Luz SAU è un'impresa pubblica interamente di proprietà di SPTCV ed è soggetta alle norme di diritto pubblico in materia di appalti e supervisione finanziaria. Ciononostante, Producciones Aguamarga ha continuato a occuparsi della gestione di Ciudad de la Luz.

(18) Il complesso di studi cinematografici ha iniziato a ospitare attività cinematografiche ad agosto 2005. I lavori di costruzione di questa opera, progettata per ospitare produzioni cinematografiche di grandi dimensioni, sono iniziati nel 2002 e sono stati suddivisi in tre fasi:

— fase 1 (completata): 6 teatri di posa dotati di aria condizionata per riprese cinematografiche e una superficie complessiva di 11 000 m^2, edifici di supporto alla produzione, 15 050 m^2 di laboratori/magazzini e 2 aree per riprese esterne (back lot) per un totale di 14 ettari,

— fase 2 (completata dopo l'avvio del procedimento di indagine formale): strutture destinate alla ristorazione, un edificio amministrativo, un laboratorio di postproduzione e una terza area per riprese esterne (back lot) di 5 ettari con un serbatoio idrico per riprese in acqua,

— fase 2B (lavori non avviati): un bacino idrico profondo e di grandi dimensioni con orizzonte naturale,

— fase 3 (lavori non avviati): un teatro di posa di 5 000 m^2 (destinato a essere il più grande del mondo), un ulteriore back lot e 4 studi televisivi.

(19) Il complesso ospita inoltre un centro universitario dedicato alla produzione audiovisiva (cinema, TV, radio, Internet) che impartisce corsi di laurea di secondo grado che comprendono tutti gli aspetti della produzione (aspetto artistico, marketing tecnico, comunicazione). I piani iniziali del 2000 prevedevano ulteriori investimenti in centri commerciali, alberghi e un complesso sportivo

([6]) Con il trasferimento di capitale del 7 ottobre 2004, Ciudad de la Luz SA è diventata Ciudad de la Luz SAU, società per azioni unipersonale (*sociedad anónima unipersonal*) il cui capitale sociale è interamente di proprietà di SPTCV.

nelle aree adiacenti che avrebbero potuto generare flussi di cassa per il progetto ma che, finora, non sono stati realizzati. Sebbene i terreni necessari siano stati forniti dalla Generalitat nel 2004 e sebbene nel 2005 siano state avviate le procedure di gara per l'affidamento della gestione di tali attività in concessione, le offerte ricevute non sono risultate sufficientemente attraenti e pertanto non sono stati effettuati gli investimenti supplementari.

(20) Alcuni aspetti delle strutture all'avanguardia di Ciudad de la Luz pongono il complesso cinematografico in una posizione di vantaggio rispetto al numero ridotto di studi cinematografici di grandi dimensioni in Europa in grado di competere con esso in termini di capacità per film ad alto budget. Ad esempio, nelle intenzioni iniziali, il set di 5 000 m^2 avrebbe dovuto essere il più grande del mondo ([7]). La Commissione sottolinea che studi di tali dimensioni interessano soltanto le grandi produzioni cinematografiche.

(21) Fino a poco tempo fa, gli studi cinematografici erano gestiti da Aguamarga Gestión de Estudios SL, che svolgeva il ruolo di agente in cambio di una remunerazione ai sensi di un contratto di gestione pluriennale sottoscritto con l'azionista.

Investimenti pubblici realizzati da SPTCV e piani aziendali di Ciudad de la Luz

(22) Prima dell'avvio dei lavori di costruzione, nel 1999-2000, la fattibilità, la portata e le linee strategiche di sviluppo di Ciudad de la Luz sono stati oggetto di analisi da parte di consulenti indipendenti in quattro studi presentati dalle autorità spagnole nel corso del procedimento di indagine formale.

(23) Tali studi hanno preso in esame le prospettive di crescita del numero di produzioni cinematografiche ([8]), confrontato ubicazioni alternative per la costruzione di studi cinematografici nella regione di Valencia ([9]) e presentato un'analisi preliminare ([10]) e un piano aziendale ([11]) per un complesso di studi cinematografici. Le autorità spagnole non hanno presentato tali studi prima che la Commissione adottasse la propria decisione di avviare il procedimento di indagine formale in materia di aiuti di Stato in relazione al progetto. I dati riportati nella decisione di avvio del procedimento del 22 febbraio 2008 sono stati tratti da uno studio (elaborato da Consultia) che, a quanto riferito dalle autorità spagnole alla Commissione, era stato elaborato nel 2002. Dopo la decisione di avvio del procedimento, tuttavia, la Spagna ha informato la Commissione che lo studio in questione era stato elaborato nel 2004.

(24) Le conclusioni del piano aziendale del 2000 redatto da Arthur Andersen ([12]) erano positive, ivi comprese le prospettive di redditività a medio e lungo termine. Venivano documentati flussi di cassa positivi del progetto di studi cinematografici per un periodo quinquennale (2002-2006) dopo il completamento dei lavori di costruzione degli edifici degli studi, di una sala conferenze e della scuola di tecniche cinematografiche e televisive.

(25) Il costo di costruzione di queste fasi era stimato pari a 16,9 miliardi di peseta (101,7 milioni di EUR). Il costo dei terreni non era compreso e il piano aziendale indicava che i costi avrebbero potuto variare in misura di ± 30 %. I costi delle fasi successive fino al completamento del progetto non venivano quantificati.

(26) Sulla base del suddetto piano aziendale, fra il 2000 e il 2004, SPTCV ha effettuato investimenti o impegnato fondi in Ciudad de la Luz attraverso aumenti del capitale sociale e acquisizione di terreni per un importo totale di 104 259 759 EUR. Per informazioni dettagliate al riguardo cfr. il considerando 53.

(27) Poiché le opere di costruzione sono durate due anni più del previsto e il calendario degli investimenti è stato modificato per apportare significativi aumenti, nel 2004 Ciudad de la Luz/SPTCV ha commissionato un nuovo studio e piano aziendale a Consultia ([13]). Anche lo studio di Consultia è giunto a conclusioni positive riguardo alla redditività del progetto, giacché il piano aziendale per il periodo 2004-2014 indicava un rendimento positivo dell'investimento effettuato da SPTCV fino al 2014 e a più lungo termine.

(28) La quota di Ciudad de la Luz SA di proprietà di Producciones Aguamarga SL è stata acquistata da SPTCV nel mese di luglio 2004 per un importo di 139 059 EUR. A differenza di SPTCV, Producciones Aguamarga SL non aveva compiuto nessun investimento ulteriore in Ciudad de la Luz SA dopo il proprio investimento iniziale di 150 000 EUR risalente a novembre 2000. Pertanto la quota di Ciudad de la Luz SA detenuta da Producciones Aguamarga SL era scesa allo 0,2 % al momento della sua acquisizione da parte da SPTCV. Dopo tale transazione, l'impresa è divenuta totalmente di proprietà pubblica ed è stata convertita in Ciudad de la Luz SAU.

([7]) «Let there be light», *Hollywood Reporter*, 31 ottobre 2006, http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371.

([8]) Allegato I alla risposta della Spagna del 28 aprile 2008: «La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento», *Estudios e Investigationes Audiovisuales*, gennaio1999.

([9]) Allegato IV alla risposta della Spagna del 28 aprile 2008: «Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana – Executive Summary», PriceWaterhouseCoopers, 30 gennaio 2000.

([10]) Allegato II alla risposta della Spagna del 28 aprile 2008: «Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana — Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto», Arthur Andersen, non datato.

([11]) Allegato III alla risposta della Spagna del 28 aprile 2008: «Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana», Arthur Andersen, non datato.

([12]) Cfr. nota 10.

([13]) Allegato VI alla risposta della Spagna del 28 aprile 2008: «Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004-2014», *Consultia IT*, 7 maggio 2004.

(29) Sulla base del calendario dei lavori e del piano aziendale modificati, SPTCV, in qualità di azionista unico, ha concesso due prestiti partecipativi rispettivamente di 95 milioni di EUR nel 2005 e di 20 milioni di EUR nel 2007. A quanto risulta dai bilanci di Ciudad de la Luz SAU fino al 31 dicembre 2010, presentati dalle autorità spagnole ad aprile 2012, fra il 2008 e il 2010 SPTCV ha continuato a investire in prestiti convertibili in azioni per un totale di 45 829 840 EUR. Da tali conti risulta inoltre che a SPTCV spettavano interessi sui prestiti partecipativi concessi nel 2005 e nel 2009 per un totale di 7 222 160 EUR nel 2009 e 2010. Inoltre, al 31 dicembre 2010 si erano accumulati 1 814 187 EUR di interessi non pagati sui prestiti convertibili in azioni. Pertanto, l'investimento di fondi pubblici in Ciudad de la Luz da parte di SPTCV, ivi compresi gli interessi non percepiti sui prestiti concessi, aveva raggiunto l'importo totale di 274 125 946 EUR entro la fine del 2010.

Strategia commerciale e risultati imprenditoriali di Ciudad de la Luz

(30) In base al piano aziendale del 2000, Ciudad de la Luz mirava a diventare il secondo complesso di studi cinematografici in Europa per capacità (dopo Pinewood) e ad attrarre produzioni spagnole (cinema, TV e pubblicità), oltre a fissare un obiettivo di sedici produzioni cinematografiche straniere (UE e USA) all'anno. Secondo il piano aziendale rivisto del 2004 un obiettivo strategico di Ciudad de la Luz avrebbe dovuto essere quello di riuscire ad acquisire come clienti principali le grandi produzioni cinematografiche e televisive.

(31) Nel piano aziendale del 2004 si individuavano quali principali concorrenti internazionali di Ciudad de la Luz i grandi studi situati fuori dagli Stati Uniti, segnatamente quelli che presentavano caratteristiche simili a Ciudad de la Luz e in particolare Pinewood-Shepperton (Regno Unito), Cinecittà (Italia), Barrandov (Repubblica ceca), Babelsberg (Germania), Cinecite Montreal & Lions Gate (Canada) e Warner Roadshow & Fox (Australia).

(32) Nel piano aziendale iniziale del 2000, le tariffe previste per i servizi forniti dagli studi (quali ad esempio l'affitto di *back lot* e laboratori) rientravano entro il range delle tariffe applicate da studi con caratteristiche analoghe dell'Unione europea (come Shepperton ed Elstree nel Regno Unito e Babelsberg in Germania). Anche il piano aziendale rivisto del 2004 presentava un modello tariffario strategico che faceva riferimento alle tariffe applicate da studi di fama internazionale: inferiore all'incirca del 15-20 % rispetto a quello dei leader consolidati (ISA e Pinewood nel Regno Unito) ma superiore del 50-100 % rispetto agli studi dell'Unione europea (Barrandov nella Repubblica ceca e Babelsberg in Germania).

(33) In pratica, gli obiettivi nazionali e internazionali della strategia imprenditoriale di Ciudad de la Luz non sono stati raggiunti. Dei 33 lungometraggi realizzati a Ciudad de la Luz fra il 2005 e il 2009, le produzioni spagnole sono state 28 e le coproduzioni con altri paesi dell'UE (Grecia, Francia) solo 5. Se si eccettuano alcuni risultati occasionali di particolare rilievo ottenuti da importanti coproduzioni europee come *Asterix alle Olimpiadi* e, più recentemente, una coproduzione ispanico-statunitense, in pratica i film girati a Ciudad de la Luz dalla sua apertura nell'agosto 2005 a oggi sono stati, per lo più, di produzioni nazionali spagnole.

(34) Nonostante le prospettive riportate nel piano aziendale del 2004, in cui si fissava al 2010 il primo esercizio in cui si sarebbero ottenuti risultati d'esercizio positivi, sia pure di modesta entità, finora la gestione commerciale di Ciudad de la Luz è stata in perdita. Alla fine del 2010 Ciudad de la Luz aveva accumulato perdite per 84 milioni di EUR, a fronte di profitti cumulativi pari a 12 milioni di EUR entro la stessa data previsti nel piano aziendale del 2004. Rispetto agli studi cinematografici menzionati in precedenza, Ciudad de la Luz non è riuscita ad attrarre il numero previsto di produzioni estere e, pur considerando la domanda spagnola, i risultati sono inferiori alle aspettative. Anche le perdite di esercizio sono superiori alle previsioni.

Ragioni per l'avvio del procedimento

(35) L'indagine della Commissione è stata avviata nel 2007 a seguito della denuncia presentata dal denunciante A, nonché a seguito di una successiva denuncia presentata dal denunciante B, entrambi importanti operatori del settore cinematografico di Stati membri diversi dell'UE. Nelle denunce si ipotizzava l'esistenza di presunti aiuti di Stato illegali nei finanziamenti pubblici a Ciudad de la Luz e, segnatamente, nel sistema di incentivi destinati a talune produzioni cinematografiche messo in atto da Ciudad de la Luz.

(36) Come segnalato in precedenza, quando la Commissione ha avviato il procedimento di indagine formale, a febbraio 2008, l'unica base per la decisione di investimento addotta dalle autorità spagnole era il piano aziendale di Consultia, che si supponeva fosse stato elaborato nel 2002. A una valutazione preliminare, la Commissione esprimeva forti perplessità sul fatto che un investitore privato operante in un'economia di mercato avrebbe investito alle stesse condizioni e nella stessa misura del governo della regione di Valencia.

(37) Quanto alla eventuale compatibilità degli aiuti, la Commissione non disponeva di informazioni che le consentissero di verificare se fossero state rispettate le condizioni degli orientamenti in materia di aiuti di Stato a finalità regionale applicabili alla Regione di Valencia nel periodo considerato (2000-2004). La Commissione dubitava inoltre che si potesse applicare la deroga culturale di

cui all'articolo 107, paragrafo 3, lettera d) del trattato, in quanto Ciudad de la Luz non promuoveva né la cultura né la conservazione del patrimonio, poteva essere utilizzata per opere audiovisive di qualsiasi tipo, ivi compresi gli annunci pubblicitari, ed era in concorrenza con altri operatori nell'attrarre produzioni commerciali.

(38) La Commissione segnalava inoltre l'esistenza di possibili aiuti di Stato nel sistema di incentivi per la realizzazione di film a Ciudad de la Luz e individuava quali beneficiari i produttori cinematografici. Gli incentivi erano infatti destinati alla produzione di determinati lungometraggi in una specifica ubicazione in base a criteri sconosciuti e pertanto sembravano non rispettare le norme stabilite nella comunicazione della Commissione sul cinema.

III. **OSSERVAZIONI DELLE PARTI INTERESSATE**

(39) La Commissione ha ricevuto le osservazioni complessivamente di dieci parti interessate. Quattro di esse operano nel settore degli studi cinematografici in Stati membri diversi dalla Spagna (denunciante A, denunciante B, Barrandov Studio e Mediterranean Film Studios Limited); cinque operano nel settore cinematografico spagnolo (Federación de Asociaciones de Productores Audiovisuales Españoles – FAPAE, Associació de directors de cinema valencians, Empreses audiovisuals valencianes federades – EAVf, associazione Productors audiovisuals valencians e Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana – SPTCV SAU); una è un organismo nazionale di finanziamento e orientamento del settore cinematografico (UK Film Council).

Osservazioni presentate da studi cinematografici in attività

(40) Nelle osservazioni presentate in forma riservata il 25 giugno 2008, il denunciante B esprime la propria preoccupazione riguardo agli aiuti grazie ai quali Ciudad de la Luz si è sviluppata e opera attualmente. Sostiene che le misure adottate dalla Commissione con l'avvio del procedimento rivestono grande importanza per la propria impresa e per il settore.

(41) Nelle osservazioni presentate in forma riservata in data 30 giugno 2008, il denunciante A circoscrive i propri commenti sull'indagine approfondita a quattro questioni: i) i costi di finanziamento degli studi cinematografici, ii) l'approccio al finanziamento di una «impresa in fase di avviamento» (*start-up*), iii) il valore di cessione finale e iv) gli altri incentivi concessi da Ciudad de la Luz. A suo parere, «un investitore privato avrebbe considerato persino un'attività consolidata e redditizia nel settore degli studi cinematografici come un investimento per lo meno a medio rischio […]. Ciò in base al fatto che, sebbene lo sfruttamento commerciale degli studi sia garantito da attività […], il suo quoziente di indebitamento operativo (*gearing*) è probabilmente elevato, il che rende difficile fare previsioni sugli utili. Altri fattori, quali il carattere ciclico della produzione cinematografica, contribuiscono ad aumentare l'incertezza delle previsioni.».

(42) Secondo il denunciante A, un costo medio ponderato del capitale (WACC) del 15 % circa poteva essere adeguato per un'impresa consolidata nel settore degli studi cinematografici, sebbene «il rendimento atteso dagli investitori privati [del denunciante A] fosse più elevato». Un'azienda in fase di avviamento nel settore sarebbe considerata da un investitore privato come «un investimento a rischio medio-alto e pertanto l'investitore si attenderebbe un rendimento materialmente maggiore (pur accettando l'intercorrere di un certo periodo di tempo o *lead time* prima di raggiungere la redditività). Tenendo conto che di solito le possibilità delle nuove imprese di accedere al credito da fonti convenzionali sono limitate (o inesistenti), il WACC per un'azienda in fase di avviamento è generalmente aumentato sia dalla maggiore redditività del capitale richiesta sia dalla mancanza di credito a costi contenuti.».

(43) Quanto al valore di cessione finale di Ciudad de la Luz indicato nella decisione di avvio del procedimento, tale valore viene giudicato irrealistico dal denunciante A. Afferma altresì che un investitore privato considererebbe in generale inusuale che un multiplo degli utili al netto degli interessi e delle imposte superiore a 12-15 possa essere un buon valore di approssimazione (*proxy*) per la valutazione.

(44) Infine, riguardo agli incentivi concessi per attrarre le produzioni, secondo il denunciante A sembrava che i produttori avessero ricevuto sovvenzioni destinate a coprire i costi necessari per ottenere personale tecnico e di supporto qualificato, presumibilmente carente nella regione di Valencia. Il denunciante A ritiene che gli incentivi abbiano un effetto assai negativo sulla concorrenza in quanto, senza di essi, gli studi cinematografici avrebbero avuto maggiori difficoltà ad attrarre produzioni.

(45) Nelle osservazioni iniziali del 25 giugno 2008, Barrandov Studio sottolinea che il presunto aiuto falsa il mercato di riferimento e arreca svantaggio agli altri concorrenti. In considerazione della complessità del caso, il denunciante ha richiesto un'ulteriore proroga per presentare osservazioni supplementari che sono pervenute alla Commissione il 15 settembre 2008. Barrandov Studio sottoscrive le motivazioni addotte dal denunciante A e sottolinea che le dimensioni e il numero dei suoi teatri di posa indicano che Ciudad de la Luz si propone di attrarre i film statunitensi ad alto budget piuttosto che quelli spagnoli. La

bassa densità di professionisti e infrastrutture del settore cinematografico ad Alicante rispetto a Madrid o Barcellona non riflette una scelta logica dell'ubicazione. Dal punto di vista della strategia, qualsiasi impresa che investisse nel settore degli studi cinematografici suddividerebbe in linea di principio la propria clientela fra clienti locali in grado di fornire entrate stabili e clienti stranieri che realizzano grandi produzioni. Ciudad de la Luz adotta invece la strategia opposta, ossia fornisce servizi di studio a prezzi estremamente bassi che non tengono conto dei costi di stabilimento. Inoltre, data l'incertezza dovuta alla difficoltà di previsione delle entrate oltre i 3-5 anni in questo settore, un investitore privato avrebbe richiesto una redditività in tempi assai più rapidi. Secondo l'opinione di Barrandov, questa affermazione è corroborata da un piano aziendale riservato che illustra i propri recenti investimenti in nuovi studi cinematografici, attuato partendo dall'ipotesi di ottenere utili netti a partire dal secondo anno di esercizio e un periodo di rientro del capitale inferiore a 8 anni. Barrandov non vede alcuna spiegazione razionale all'importo degli utili (341 milioni di EUR) previsto dalle autorità spagnole per il 2014.

(46) Nelle osservazioni del 27 giugno 2008, Mediterranean Film Studios Limited fa riferimento solo ai bacini idrici annunciati da Ciudad de la Luz. Sostiene che le proprie superfici acquatiche sono uniche in Europa e paragonabili soltanto a quelle di Fox a Baja California (Mexico). Dato il basso tasso annuo di occupazione dei propri bacini, afferma che, a suo parere e anche secondo l'opinione prevalente nel settore, nell'area del Mediterraneo se non in Europa vi sono già capacità sufficienti a disposizione per riprese su superfici acquatiche.

Osservazioni presentate da soggetti operanti nel settore cinematografico spagnolo

(47) Nelle proprie osservazioni datate 30 giugno 2008, la Federacion de asociaciones de productores audiovisuales espanoles (FAPAE) ritiene che Ciudad de la Luz abbia introdotto una maggiore concorrenza sul mercato delle grandi strutture di produzione, che i denuncianti desiderino unicamente mantenere la propria posizione di mercato e impedire l'ingresso di concorrenti che propongono servizi credibili a prezzi ragionevoli in alternativa ai propri studi dominanti il mercato europeo. La FAPAE sostiene inoltre che operatori come Barrandov, Cinecittà, Babelsberg o Mafilms hanno consolidato la propria posizione di mercato e la propria reputazione grazie al sostegno pubblico ricevuto in varie forme, ivi compresa la partecipazione pubblica al capitale sociale. Più in generale, la FAPAE sottolinea come il mantenimento della diversità culturale giustifichi un energico intervento pubblico nel settore. In particolare, a suo parere, Ciudad de la Luz consentirebbe ai produttori spagnoli di accedere in patria a servizi sofisticati di ultima generazione che altrimenti dovrebbero tendenzialmente procurarsi all'estero a costi più elevati. Per confutare l'argomentazione secondo la quale Ciudad de la Luz si propone di attrarre megaproduzioni, la FAPAE sostiene che Ciudad de la Luz beneficia enormemente delle produzioni spagnole a basso budget e si rivolge in maniera particolare alla cultura nazionale e locale, contribuendo così al conseguimento degli obiettivi culturali stabiliti nell'ex articolo 87, paragrafo 3, lettera d) [attuale articolo 107, paragrafo 3, lettera d)]. Le osservazioni del 21 maggio 2008 delle Empreses audiovisuals valencianes federades (EAVF) e quelle del 16 maggio 2008 dell'associazione Productors audiovisuals valencians per lo più riprendono, talvolta testualmente, le osservazioni della FAPAE.

(48) Nelle sue osservazioni del 5 giugno 2008, la Associació de directors de cinema valencians sottolinea che la supremazia dell'industria cinematografica statunitense emargina le produzioni europee ricorrendo a una serie di presunte pratiche abusive. A parere dell'associazione è necessario adottare misure volte a contrastare questa situazione affinché le creazioni culturali europee possano competere in condizioni di parità. Secondo l'associazione, l'intervento pubblico a Ciudad de la Luz è essenziale a tale proposito e va a beneficio della produzione europea, spagnola e valenziana e al fine di salvaguardare le loro identità culturali.

(49) Le osservazioni del 23 giugno 2008 della Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (che controlla il 100 % di Ciudad de la Luz SAU ed è, a sua volta, di proprietà della Comunidad Valenciana) ripropongono sostanzialmente le stesse argomentazioni sussidiarie e si basano sulle prove addotte dalla Spagna. Di seguito vengono analizzati alcuni aspetti ai quali le osservazioni attribuiscono particolare rilievo. In primo luogo, il fatto che un investitore privato abbia finanziato in parte il progetto nella sua fase iniziale nel 2000 sulla base degli studi disponibili dimostra che l'investimento effettuato dalle autorità pubbliche seguiva la logica di un investitore privato. Sia lo studio del 2000 che quello del 2004 pervenivano alla conclusione, senza alcuna riserva, che il progetto era redditizio. In secondo luogo, gli incentivi forniti a determinati film erano giustificati da un punto di vista commerciale per una nuova operazione imprenditoriale e venivano concessi a titolo di «contratto di sponsorizzazione» in cambio di attività di promozione che generano una redditività per la reputazione degli studi cinematografici comportando al tempo stesso costi pubblicitari per i beneficiari. Uno studio svolto a tale proposito stima l'ammontare del rendimento economico dei contratti di sponsorizzazione per Ciudad de la Luz pari a […] (*) milioni di EUR.

(*) I dati riservati sono indicati nel testo della decisione […].

Osservazioni degli organismi nazionali di finanziamento delle produzioni cinematografiche

(50) Nella sua lettera del 25 giugno 2008, UK Film Council afferma che occorre dare risposta alle questioni sollevate nella decisione di avviare un procedimento di indagine formale.

IV. OSSERVAZIONI DELLA SPAGNA

(51) Dopo l'avvio dell'indagine formale, le autorità spagnole hanno rivelato che la decisione iniziale di investimento si era basata su un piano aziendale elaborato nel 2000 e non su quello da esse presentato in precedenza. Il piano aziendale era riferito a uno studio svolto nel 2004 e non nel 2002, come comunicato precedentemente alla Commissione dalle autorità spagnole.

(52) Quando venne elaborato lo studio del 2004, erano già stati investiti nel progetto oltre 90 milioni di EUR. Di conseguenza le autorità spagnole sostengono che sono state adottate due decisioni di investimento: una nel 2000 per la prima fase del progetto e una nel 2004 per il previsto ampliamento.

(53) Il calendario di investimenti in Ciudad de la Luz, secondo l'ultimo aggiornamento presentato dalle autorità spagnole ad aprile 2012, è stato il seguente:

Data	Descrizione	Investimento pubblico (in EUR)
24.10.2000	La regione di Valencia decide di realizzare Ciudad de la Luz	—
2.11.2000	Viene creata Ciudad de la Luz SA (controllata al 75 % da Parque Temático de Alicante SAU e al 25 % da Producciones Aguamarga SL)	450 000 [75 % di 600 000]
21.11.2001	Parque Temático de Alicante SAU investe unilateralmente in un aumento di capitale di 9 milioni di EUR in Ciudad de la Luz SA (aumentando la propria partecipazione al 98,4 %)	9 000 000
6.2.2003	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU [1] investe unilateralmente in un aumento di capitale di EUR 30 milioni in Ciudad de la Luz SA (aumentando la propria partecipazione al 99,6 %)	30 000 000
4.5.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU investe unilateralmente in aumento di capitale di 54 870 660 EUR in Ciudad de la Luz SA (aumentando la sua partecipazione al 99,8 %)	54 870 660
23.7.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU acquista la quota pari allo 0,2 % di Ciudad de la Luz SA detenuta da Producciones Aguamarga SL (con un valore nominale di 150 000 EUR) per 139 059 EUR (aumentando la propria partecipazione a Ciudad de la Luz SA al 100 %)	139 059
9.3.2005	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU conferisce a Ciudad de la Luz SA i terreni su cui sono stati costruiti gli studi cinematografici, aumentando così il capitale proprio di 9 800 040 EUR (sebbene i terreni fossero stati valutati a 1 030 856 EUR nei conti di Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU). Prima di questa data, il progetto aveva già ricevuto dal governo della regione di Valencia l'autorizzazione a costruire gli studi in quel sito.	9 800 040
Estate 2005	Ciudad de la Luz SA inizia la propria attività come studio cinematografico	—
28.4.2005	Prestito partecipativo di 95 milioni di EUR	95 000 000
26.12.2007	Prestito partecipativo di 20 milioni di EUR	20 000 000
30.6.2008	Prestito convertibile in azioni emesso con una opzione di conversione in azioni prima del 31 dicembre 2008	10 000 000

Data	Descrizione	Investimento pubblico (in EUR)
2.1.2009	Prestito convertibile in azioni emesso con una opzione di conversione in azioni prima del 30 giugno 2009.	10 000 000
17.3.2009	Prestito convertibile in azioni autorizzato fino a 30 milioni di EUR con una opzione di conversione in azioni prima del 30 dicembre 2009.	25 829 840
31.12.2010	Interessi non pagati su prestiti partecipativi nel 2009 e 2010	7 222 160
31.12.2010	Interessi non pagati su prestiti non convertiti nel 2009 e 2010	1 814 187
	Totale	274 125 946

([1]) Denominata in precedenza Sociedad Parque Temático de Alicante, SAU.

(54) Nelle loro risposte le autorità spagnole si sono concentrate fondamentalmente sul tentativo di dimostrare che l'investimento non costituiva un aiuto di Stato dal momento che un investitore privato avrebbe investito nel progetto negli stessi termini e alle stesse condizioni (applicando il principio dell'investitore privato operante in un'economia di mercato). A sostegno di tale argomentazione hanno fornito relazioni elaborate dalla società di consulenza LECG.

(55) Nell'ipotesi che la Commissione ritenesse che almeno una parte dell'investimento costituisce un aiuto di Stato, la Spagna ha affermato che tutti i film girati a Ciudad de la Luz soddisfano i criteri culturali previsti per gli incentivi offerti dal governo della regione di Valencia per la produzione cinematografica approvati dalla Commissione ad aprile 2008, dicembre 2008 e luglio 2009 ([14]). Secondo le autorità spagnole, l'eccezione culturale di cui all'articolo 107, paragrafo 3, lettera d) del TFUE poteva essere applicata agli aiuti all'investimento nelle fasi a monte e a valle della produzione cinematografica.

(56) La Spagna fa inoltre rilevare che tutti gli aiuti compresi nel finanziamento pubblico di Ciudad de la Luz e gli incentivi offerti alla produzione di film andrebbero valutati nella prospettiva degli effetti di distorsione dei regimi nazionali di sostegno alle produzioni cinematografiche autorizzate dalla Commissione in altri Stati membri che fanno sì che grandi produzioni cinematografiche siano attratte dai concorrenti di Ciudad de la Luz ([15]).

(57) La Spagna sostiene altresì che gli orientamenti in materia di aiuti di Stato a finalità regionale applicabili a quel tempo (1998) avrebbero consentito un'intensità di aiuti del 36 % per il progetto di investimento. Sarebbero state soddisfatte anche le condizioni supplementari introdotte successivamente nell'inquadramento multisettoriale per i grandi progetti di investimento del 2002 con una quota di mercato inferiore al 25 % e un incremento della capacità del 5 % sul mercato.

(58) La Spagna ha sottoposto una seconda relazione di LECG che criticava l'analisi del piano aziendale del 2004 condotta dai servizi della Commissione. LECG metteva in discussione tale analisi e forniva valori alternativi per i dati e i fattori di rischio, oltre a fornire valutazioni retrospettive dei terreni sui quali era stata costruita Ciudad de la Luz.

(59) Una seconda analisi economica effettuata dai servizi della Commissione prendeva in esame il piano aziendale del 2000 e le valutazioni immobiliari retrospettive fornite dalla Spagna. Inoltre, su richiesta della Commissione, è stata eseguita una valutazione economica indipendente del principio dell'investitore privato operante in un'economia di mercato da parte di una società di consulenza indipendente. Tale relazione indipendente è stata trasmessa alle autorità spagnole il 30 settembre 2011.

(60) Come già avevano fatto nelle loro osservazioni sulla decisione di avvio, le autorità spagnole hanno ribadito l'opinione secondo la quale le prospettive di redditività di Ciudad de la Luz andrebbero valutate ponendole a confronto con quelle dei suoi principali concorrenti dell'UE nel settore degli studi cinematografici (ad esempio Babelsberg o Pinewood) e non, come fa Ecorys, ([16]) con quelle di conglomerati audiovisivi diversificati degli Stati Uniti (Time Warner, Disney) ([17]). Le autorità spagnole sostengono che tale valutazione comparativa dovrebbe essere basata sulle informazioni di pubblico dominio (ad esempio, Bloomberg) che erano disponibili nel momento in cui è stata adottata la decisione di investimento (ossia nel

([14]) Decisioni sugli aiuti di Stato N379/07 (2.4.2008), N309/08 (15.12.2008) e N108/09 (30.7.2009).

([15]) La sovvenzione nazionale può raggiungere il 24 % dei costi di produzione nel Regno Unito e il 20 % in Germania. La questione della corsa alle sovvenzioni fra i regimi nazionali di sostegno alla cinematografia per attrarre investimenti esogeni dalle principali produzioni cinematografiche è attualmente all'esame della Commissione nella sua revisione della comunicazione sul cinema.

([16]) La società di consulenza economica Ecorys ha elaborato uno studio indipendente su questo caso. Per approfondimenti cfr. il capitolo V.

([17]) Tuttavia, Ecorys comprende nella sua analisi comparativa anche gli studi europei Babelsberg, aggregati ad altre società operanti su scala mondiale.

2000 e nel 2004 e non nel 2008). Infine esse sostengono che una serie di fraintendimenti e di carenze tecniche invalidano le conclusioni dello studio condotto da Ecorys ([18]). A detta delle autorità spagnole, se tali carenze venissero corrette e se si procedesse a una valutazione comparativa adeguata con i concorrenti, la redditività attesa delle prospettive della decisione di investimento presa in base alle evidenze allora disponibili soddisferebbe i criteri previsti dalla prova dell'investitore privato operante in un'economia di mercato.

V. **VALUTAZIONE DELL'AIUTO**

(61) Ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea «sono incompatibili con il mercato interno, nella misura in cui incidano sugli scambi tra Stati membri, gli aiuti concessi dagli Stati, ovvero mediante risorse statali, sotto qualsiasi forma che, favorendo talune imprese o talune produzioni, falsino o minaccino di falsare la concorrenza.». Ne consegue che, per qualificarsi come aiuto di Stato, una misura deve rispondere cumulativamente ai seguenti requisiti: 1) la misura è concessa mediante risorse statali; 2) la misura conferisce alle imprese un vantaggio economico; 3) detto vantaggio è selettivo e falsa o rischia di falsare la concorrenza; 4) la misura incide negativamente sugli scambi intracomunitari.

Vantaggio economico

(62) Come sottolineato in precedenza, le autorità spagnole hanno sostenuto che la misura non costituisce aiuto di Stato in quanto soddisfa il principio dell'investitore privato operante in un'economia di mercato («MEIP»). Tale prova verifica se un investitore privato avrebbe investito nel progetto alle stesse condizioni e negli stessi termini dell'investitore pubblico nel momento in cui è stata presa la decisione di effettuare l'investimento pubblico. A tale proposito è rilevante il fatto che inizialmente un investitore privato sia stato coinvolto nel progetto ([19]) e che le autorità spagnole abbiano commissionato vari studi che giungevano alla conclusione che il progetto avrebbe generato un flusso di cassa positivo (cfr. il considerando 22).

(63) Come sottolineato al considerando 17, nel caso di Ciudad de la Luz, inizialmente un investitore privato (la società di gestione) deteneva il 25 % del progetto (ossia 150 000 EUR del capitale sociale di 600 000 EUR). Questo investitore privato, tuttavia, si è ritirato prima di aver impegnato ulteriori fondi (la sua quota è stata rilevata da SPTCV in 2004). Successivamente nessun altro investitore privato ha investito nel progetto.

(64) Il fatto che l'unico investitore privato disposto a investire abbia impegnato un importo di entità marginale e si sia ritirato nel momento in cui si doveva realizzare la parte più consistente dell'investimento può essere considerato una prova prima facie che un investitore privato non avrebbe portato a termine un tale progetto alle condizioni esistenti a quel tempo. Inoltre, la situazione di questo investitore privato era molto particolare (e pertanto non in linea con quella dell'investitore privato operante in un'economia di mercato a cui fa riferimento la giurisprudenza), poiché era responsabile anche dell'avvio del progetto, della supervisione dei lavori di costruzione, della gestione e della promozione degli studi cinematografici in cambio di una remunerazione per la gestione. Ciò implica che il suo investimento iniziale poteva essere ritenuto razionale per ragioni diverse dalla sola redditività, considerata isolatamente.

(65) In assenza di un azionista privato, l'autorità regionale ha basato la propria decisione di investimento sui risultati degli studi di consulenza. La mera esistenza di tali studi, tuttavia, non è sufficiente a consentire di superare la prova dell'investitore privato operante in un'economia di mercato. Prima di realizzare investimenti dell'entità di quelli effettuati in Ciudad de la Luz, ci si sarebbe aspettati che un investitore privato avesse esaminato attentamente il piano aziendale e i presupposti su cui si fondavano tali studi. Un investitore privato dovrebbe giudicare autonomamente se i presupposti specifici in base ai quali viene giustificato il piano aziendale siano adeguati in questo caso particolare. Inoltre ci si può attendere che un investitore privato confronti il rendimento atteso del progetto Ciudad de la Luz con il rendimento atteso di progetti alternativi. Questa analisi non è stata condotta a quel tempo. Del resto non era neppure fattibile realizzare un tale confronto basandosi sulle stime dei flussi di cassa positivi fornite in questi studi.

(66) Nell'ambito di un'indagine su aiuti di Stato, la giurisprudenza richiede alla Commissione di svolgere una propria valutazione dei fatti ([20]). Perciò è necessario verificare la validità delle relazioni elaborate al momento della transazione.

(67) Alla luce delle relazioni presentate dalle autorità spagnole a seguito della decisione di avvio del procedimento, si può ritenere che siano state adottate due decisioni di investimento in relazione al progetto. La prima è stata presa nel 2000 sulla base del piano aziendale del 2000 (riguardante gli investimenti del periodo 2002-2006). Nel

([18]) «Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz », Relazione finale, *Ecorys*, 19 luglio 2011.

([19]) Per esempio, in Citynet Amsterdam, la Commissione ha ritenuto che il principio del MEIP è stato rispettato, in quanto l'investitore pubblico ha investito nel progetto in condizioni comparabili a quelle dell'investitore privato. Decisione dell'11 dicembre 2007, C 53/2006.

([20]) Nella causa *Valmont*, il Tribunale di primo grado ha ritenuto che la Commissione non avrebbe dovuto basarsi unicamente sull'esistenza di una perizia indipendente per determinare se la vendita di terreni comportasse la concessione di aiuti di Stato. Il Tribunale ha deliberato che la Commissione avrebbe dovuto anche verificarne il valore probatorio, cosa che è stata fatta in seguito dal tribunale stesso (Causa T-274-01). Nelle cause Hamsa (Causa C-316/02) e Lenzing (Causa C-525/04), la Corte di giustizia ha riconosciuto che la Commissione dispone di un certo margine di discrezionalità nell'ambito delle questioni economiche, ma che «è tenuto a verificare l'esattezza materiale degli elementi di prova addotti, la loro attendibilità e la loro coerenza, …».

2004, probabilmente al fine di verificare l'opportunità di ulteriori investimenti nel progetto, è stata commissionata la relazione Consultia (concernente gli investimenti effettivi realizzati nel periodo 2002-2004 e quelli previsti nel periodo 2004-2014). Il principio dell'investitore privato operante in un'economia di mercato deve pertanto essere valutato per entrambe le decisioni di investimento.

(68) La Commissione ha valutato se un ipotetico investitore privato avrebbe investito nel progetto di creazione della società Ciudad de la Luz. Secondo il principio dell'investitore privato in un'economia di mercato, l'investimento effettuato è considerato aiuto di Stato se la remunerazione che lo Stato si aspetta di ricevere è inferiore a quella che un investitore privato avrebbe richiesto nelle circostanze di quel progetto specifico.

(69) Per finanziare un progetto, gli investitori devono investire un certo capitale. Tale capitale ha un costo: il costo del capitale. Di norma, due sono le fonti di capitale alle quali si ricorre abitualmente: il capitale proprio (*equity*) e il capitale di debito (finanziario). Il costo totale del capitale è il costo medio ponderato del capitale (WACC), che tiene conto dell'incidenza del capitale proprio e di quella del capitale di debito. Il costo del capitale di debito e quello del capitale proprio costituiscono costi attesi e non costi storici. Nel caso specifico di Ciudad de la Luz, il piano aziendale prevedeva che il progetto sarebbe stato finanziato completamente con capitale proprio. Pertanto il costo totale del capitale è dato dal capitale proprio.

(70) Un investitore di capitale privato sarebbe stato disposto a investire in Ciudad de la Luz se il tasso di rendimento interno ([21]) atteso fosse stato superiore o pari al costo-opportunità del capitale proprio ([22]) (ossia al rendimento che si sarebbe potuto ottenere in un progetto simile).

(71) Per ottenere il costo del capitale proprio la Commissione ha calibrato il modello di equilibrio delle attività finanziarie (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Il costo del capitale proprio riflette il costo-opportunità d'investimento per gli azionisti in società o progetti che presentano un rischio imprenditoriale e finanziario identico (o simile) a quello preso in considerazione. Secondo il CAMP, il costo del capitale proprio, K_e andrebbe calcolato con la seguente formula

$$K_e = R_f + ß(R_m - R_f)$$

in cui R_f è il tasso a rischio nullo, $(R_m - R_f)$ è il premio per il rischio di mercato e ß è l'indice «beta», ossia la misura del rischio sistematico (non diversificabile) associato alle azioni di Ciudad de la Luz, che riflette sia il rischio imprenditoriale che il rischio finanziario.

(72) Per il tasso esente da rischio, R_f, la prassi del mercato ([23]) suggerisce di prendere come riferimento il tasso dei titoli di Stato a lungo termine (di solito a 10 anni) del paese in cui si svolge l'operazione (considerati l'investimento meno rischioso). Il rendimento annuo medio dei titoli di Stato spagnoli a 10 anni era del 4,1 % nel 2004 ([24]). Per quanto riguarda il premio per il rischio di mercato conviene adottare il premio per il rischio di mercato storico riferito a un periodo di tempo ragionevolmente lungo. È prassi abituale prendere in considerazione la differenza fra il rendimento storico di un indice azionario diversificato del paese di operazione e il tasso esente da rischio. Secondo Fernández (2004) ([25]), il premio storico per il rischio di mercato dei titoli di Stato in Spagna (nel periodo 1991-2003) si attestava fra il 6,8 % e il 9,3 %. La Commissione ha adottato un approccio conservatore nella valutazione del premio per il rischio di mercato e ha considerato il margine inferiore di tale intervallo, ossia il 6,8 %. In uno studio successivo e più recente, lo stesso autore ([26]) giunge a rafforzare la validità di questo valore, collocando il premio per il rischio richiesto nel periodo 2000-2004 nel range dal 6 % al 7 %.

(73) Per il calcolo del coefficiente beta, la Commissione ha utilizzato le informazioni di dominio pubblico relative alle imprese che sono state individuate come concorrenti dirette di Ciudad de la Luz dalle autorità spagnole, ossia Carrere Group ([27]) Babelsberg. Le cifre sono state fornite da analisti finanziari che hanno effettuato un'analisi approfondita delle due società. La media dei due beta, aggiustata in modo da corrispondere al profilo di rischio finanziario di Ciudad de la Luz, fornisce un valore approssimato di 1,5. Si tratta di un approccio molto conservatore, poiché l'investimento in Ciudad de la Luz, con ogni probabilità, comporta un rischio idiosincratico più elevato rispetto agli altri due studi cinematografici, già affermati. Ciudad de la Luz è un nuovo investimento in

([21]) Per definizione, il tasso interno di rendimento corrisponde al tasso di sconto che rende pari a zero il valore attuale netto.

([22]) Cfr. «Principles of Corporate Finance», Brealey e Myers, 2000, sesta edizione (cap. 5, pag. 100).

([23]) Cfr. «Principles of Corporate Finance», Brealey e Myers, 2000, sesta edizione (cap. 8).

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

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

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

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

una regione che non ospita nessuna impresa consolidata di produzione cinematografica né spagnola né internazionale. In altri termini, il beta di Ciudad de la Luz è probabilmente più elevato di quello dei suoi concorrenti.

(74) Applicando la formula summenzionata (cfr. il considerando 71), la Commissione ha tratto la conclusione che il costo previsto del capitale proprio (*equity*) dovrebbe essere all'incirca pari al 14,9 %.

(75) A fini comparativi, come riferito nell'allegato I, la Spagna ha affermato che l'applicazione del modello CAPM dimostrerebbe che un investitore privato «richiederebbe» un premio per il rischio, non un rendimento, del 3,75 % nel 2000 e del 2,07 nel 2004. Questo calcolo è basato su un beta pari a ß = 0,395. Un beta significativamente inferiore a 1 comporterebbe pertanto un investimento caratterizzato da un grado di rischio particolarmente basso. Le autorità spagnole non hanno avvalorato questa loro affermazione e non l'hanno fondata su alcun dato concreto e verificabile.

(76) Come si è affermato in precedenza (cfr. il considerando 70), un investitore privato investirebbe in un progetto soltanto se avesse un tasso interno di rendimento superiore al costo-opportunità del capitale. La Commissione rileva che il piano aziendale ha valutato in dettaglio soltanto le fasi iniziali del progetto. L'analisi della Commissione (cfr. l'allegato II) è pervenuta a un valore attuale netto negativo basandosi sul piano industriale del 2000 e prendendo il valore nominale dei flussi di cassa indicati nel piano aziendale. Su tale base un investitore privato non avrebbe investito nel progetto.

(77) Nello stabilire il tasso interno di rendimento, la Commissione ha adottato anche in questo caso un approccio conservatore, senza mettere in discussione le premesse del piano aziendale, in particolare il flusso finanziario calcolato per il progetto. Va tuttavia sottolineato che i flussi di cassa previsti nel piano aziendale del 2004 appaiono oltremodo ottimistici, in particolare tenendo conto delle perdite subite dalla società nel periodo 2002-2004 ([28]). Date le informazioni a disposizione della Commissione, si può pertanto ritenere che i flussi di cassa attesi nel piano aziendale del 2004 rappresentassero un massimale ([29]). Il flusso finanziario determina il rendimento atteso. La Commissione inoltre si attiene al valore nominale della redditività attesa di Ciudad de la Luz. Ciononostante si preoccupa di misurare il costo del capitale, cosa che qualsiasi investitore privato avrebbe dovuto fare.

(78) Sulla base del piano aziendale del 2004 proposto da Ciudad de la Luz, il tasso interno di rendimento di questo progetto è del 5,74 % (cfr. l'allegato I). Un investitore privato, a fronte di un costo-opportunità del capitale almeno del 14 % (calcolato secondo il metodo sopraindicato, cfr. il considerando 73), non avrebbe realizzato questo investimento in Ciudad de la Luz, poiché il suo tasso interno di rendimento è inferiore al costo-opportunità del capitale.

(79) Inoltre, la Commissione ha calcolato il valore attuale netto (VAN) dell'investimento in Ciudad de la Luz al fine di ottenere il valore attribuito al progetto dall'investitore privato. Lo scopo di qualsiasi decisione d'investimento è trovare attività reali con un valore superiore al loro costo: in altre parole, investimenti che abbiano un rendimento atteso superiore al costo-opportunità del capitale. Se ciò non si verifica, come nel caso di Ciudad de la Lux, il valore del progetto è negativo e, di conseguenza, l'investimento non è sostenibile per un investitore privato razionale. Il VAN di qualsiasi progetto quantifica il valore dell'investimento nel momento in cui viene presa la decisione e viene calcolato scontando i flussi di cassa previsti nel piano aziendale utilizzando un fattore di sconto che è il costo del capitale. Intuitivamente, quanto più alto è il costo del capitale tanto più basso sarà il VAN.

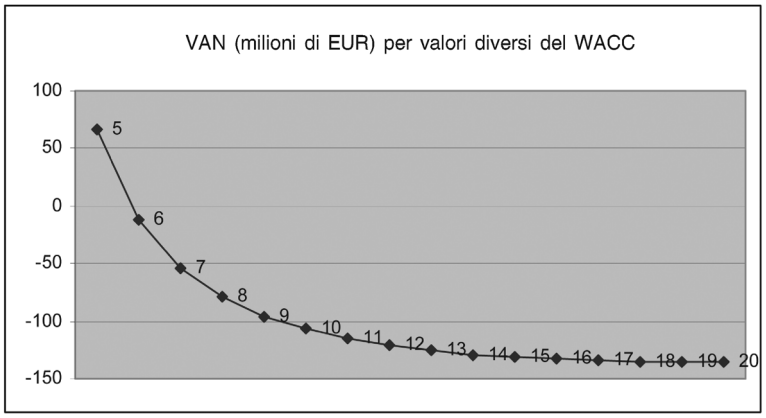
(80) Per Ciudad de la Luz, considerando il costo-opportunità del capitale pari al 14 % e i flussi di cassa riportati nel

([28]) Fonte: relazione aziendale ORBIS.

([29]) La relazione indipendente Ecorys prosegue, esaminando anche i presupposti del piano aziendale e criticando molti di essi. (*pag. 39)* Per esempio si sottolinea che «*la scelta di questa ubicazione non appare ovvia dal punto di vista strategico in quanto non sono individuabili sinergie con il settore cinematografico della regione. Vi sono altre regioni in Spagna con ubicazioni geografiche simili più vicine a distretti cinematografici già esistenti (pag. 30).*». Prosegue: «*Si noti a tale proposito che soprattutto nei primi anni di attività dello studio cinematografico e della scuola non sarebbero stati disponibili sul posto personale qualificato e laureati. Pertanto un investitore privato prudente avrebbe preferito probabilmente un'altra ubicazione per la realizzazione di studi cinematografici di questo tipo*» (pag. 31). Riguardo all'investimento del 2004 si sottolinea quanto segue: «*Ci si può domandare se un investitore privato avrebbe scelto di costruire ex novo uno studio cinematografico in un'area che non disponeva di risorse umane adeguate nei primi anni di attività dello studio e della scuola*» (pag. 39).

piano aziendale di Consultia del 2004 (presi al loro valore nominale dalla Commissione come specificato al considerando 76, il VAN dell'investimento è all'incirca pari a meno 130 milioni di EUR (cfr. l'allegato). Pertanto questa opportunità d'investimento non risulta interessante per un investitore privato.

(81) La Commissione ha anche effettuato una verifica di affidabilità che conferma che il risultato è estremamente solido. Al di sopra di una soglia ragionevole, il risultato è sensibile in misura trascurabile al valore del costo-opportunità del capitale così come calcolato dalla Commissione. In altre parole, variazioni significative dei parametri misurati dalla Commissione nel calcolare il costo del capitale non alterano il risultato. Il grafico riportato di seguito rappresenta i valori approssimati del VAN in relazione a valori diversi del costo del capitale (WACC) compresi fra il 5 % e il 20 %. Il grafico evidenzia che il VAN diviene negativo per un WACC compreso fra il 5 % e il 6 %. Pertanto con un costo del capitale superiore al 6 %, un investitore privato non intraprenderebbe il progetto. Inoltre, per valori del WACC superiori al 10 %, il valore del VAN resta praticamente invariato. La Commissione ha stimato un WACC all'incirca del 14 %, ossia in un range in cui può concludere con un elevato grado di certezza che il progetto non è redditizio.



(82) Rispondendo alla valutazione della Commissione, sulla base di una relazione redatta da una società di consulenza ([30]), le autorità spagnole hanno confutato tale valutazione. In primo luogo, pur considerando l'analisi CAPM in quanto tale come l'approccio corretto, la relazione di consulenza ha messo in discussione i valori adottati dalla Commissione in diversi parametri. In particolare, si sarebbero dovuti utilizzare valori inferiori per il premio per il rischio e per i «beta». In secondo luogo, per stabilire il valore di riferimento adeguato la Commissione non avrebbe dovuto utilizzare unicamente il piano aziendale di Consultia IT ma anche il piano aziendale di Arthur Andersen del 2000. In terzo luogo, la Commissione non ha utilizzato indici finanziari appropriati per valutare la redditività attesa del progetto Ciudad de la Luz. Infine, la Commissione non ha tenuto conto delle entrate previste derivanti dallo sviluppo delle strutture adibite ad alberghi e uffici.

(83) Queste argomentazioni sono state respinte dalla Commissione. Per quanto riguarda il premio per il rischio di mercato, l'allegato II espone con un certo grado di dettaglio le ragioni per cui i valori compresi nel *range* proposto dalla Spagna non possono essere validi. Anzitutto, i valori proposti per il premio sono valori stimati per il 2009 e non corrispondono a quelli applicabili nel 2000 e nel 2004. Chiaramente, i parametri da utilizzare per la stima del CAPM dovrebbero essere contemporanei alla data in cui è stata presa la decisione imprenditoriale. In effetti, per il periodo considerato, l'autore citato dalle stesse autorità spagnole fornisce stime che coincidono con quelle della Commissione. L'allegato II chiarisce inoltre perché non è corretta la richiesta da parte delle autorità spagnole di utilizzare valori «beta» inferiori. La Commissione utilizza valori tratti da studi noti pubblicamente che hanno calcolato coefficienti beta per concorrenti diretti di Ciudad de la Luz. La proposta delle autorità spagnole di adottare beta storici è stata respinta dagli esperti finanziari.

(84) In risposta alla richiesta delle autorità spagnole di tenere conto del piano aziendale del 2000, l'allegato II fornisce un calcolo basato su di esso. Come si può constatare, a causa di un premio per il rischio più elevato e di un tasso esente da rischio superiore, in tale ipotesi il WACC sarebbe ancora più alto rispetto al 2004. Anche da questo calcolo si ottiene un VAN negativo. Infine, per quanto riguarda eventuali entrate derivanti da alberghi e uffici, le asserzioni delle autorità spagnole si basano su elementi probatori nuovi, segnatamente su sei relazioni di valutazione immobiliare redatte in tempi successivi. I suddetti elementi non rientravano fra le informazioni di cui poteva disporre un potenziale investitore privato a quel tempo. Sebbene la relazione Andersen menzioni la possibilità di realizzare un complesso alberghiero, essa non contiene alcuna informazione riguardo alla sua possibile redditività e non è stato formulato alcun piano aziendale che prevedesse investimenti immobiliari. Ciononostante, l'allegato II prende in esame dettagliatamente le relazioni elaborate ex post sugli investimenti immobiliari. Le relazioni presentano seri problemi. I prezzi di riferimento indicati per gli spazi adibiti a uffici nel complesso di

([30]) Riferimento alla seconda relazione LECG.

Ciudad de la Luz, ad esempio, sono quelli delle arterie commerciali più prestigiose di Alicante. Considerando che il complesso Ciudad de la Luz si trova fuori dal centro urbano di Alicante e nei pressi di un'area industriale, tali prezzi di riferimento risultano alquanto gonfiati. Allo stesso modo i prezzi di riferimento per gli alberghi sono quelli di hotel a 4 o 5 stelle. Non viene fornita alcuna indicazione che esista una domanda sufficiente di alberghi di questa categoria, per di più ubicati nei pressi di un'autostrada e di un'area industriale.

(85) Oltre a condurre una propria valutazione interna, la Commissione ha incaricato uno studio indipendente di rispondere al quesito se un investitore privato avrebbe effettuato un investimento in Ciudad de la Luz alle medesime condizioni ([31]). La relazione Ecorys prende in considerazione diversi scenari nei quali le stime del costo del capitale proprio si attestano fra il 12,5 % e il 21,4 % per l'investimento nel 2000 e fra il 10,9 % e il 15,9 % per l'investimento supplementare nel 2004. Il risultato dello studio della Commissione, pertanto, si situa nel range calcolato da Ecorys. Per contro, il tasso interno di rendimento calcolato sulla base del piano aziendale è nettamente inferiore al costo minimo del capitale proprio stimato da Ecorys.

(86) La conclusione generale di Ecorys, pertanto, è che appare improbabile che gli investimenti realizzati nel 2000 e nel 2004 siano conformi alla condotta di un investitore privato diligente in un'economia di mercato. Riguardo al piano di investimenti dell'anno 2000, Ecorys stima che il caso aziendale ricostruito mostra un VAN negativo di 9,3 milioni di peseta. Un investimento in borsa sarebbe risultato molto più interessante per un investitore di mercato prudente. Quanto all'investimento del 2004, Ecorys conclude che «con ogni probabilità un investitore di mercato prudente non avrebbe deciso di portare a termine l'intero progetto CDL, ma avrebbe optato per la gestione dei sei teatri di posa nei quali si era già investito o per abbandonare il progetto e sostenerne le perdite ([32]). Infine, Ecorys ritiene che un prestatore privato non avrebbe concesso un prestito partecipativo o qualsiasi altro credito al progetto in quanto il flusso di cassa del progetto era insufficiente a rimborsare il debito.

(87) Si giunge così alla conclusione che né gli investimenti effettuati in Ciudad de la Luz fra il 2000 e il 2004, né quelli realizzati successivamente sono conformi al principio dell'investitore privato operante in un'economia di mercato e che essi, pertanto, costituiscono un vantaggio per l'impresa Ciudad de la Luz SAU. Poiché non vengono soddisfatti i criteri dell'investitore privato in un'economia di mercato, un tale investitore non avrebbe investito nel progetto nell'anno 2000 e non avrebbe continuato a farlo sulla base del piano aziendale del 2004.

(88) Di conseguenza, la Commissione ritiene che il vantaggio economico sia costituito dall'importo totale dell'investimento. I prestiti erogati a Ciudad de la Luz da SPTCV erano prestiti subordinati, il che significa che essi venivano trattati in sede di bilancio in forma simile a *equity*. Come già rilevato dalla Commissione nella decisione di avvio del procedimento, l'interesse sui prestiti è stato calcolato con un tasso fisso e uno variabile. Il tasso fisso era molto basso e non sarebbe risultato accettabile per un prestatore privato in condizioni di economia di mercato. La parte fissa del prestito a un interesse notevolmente basso poteva essere compensata, in linea di principio, dalla prospettiva di un'adeguata remunerazione grazie alla parte variabile vincolata alla redditività del progetto, ma ciò non poteva valere nel caso del progetto in esame (cfr., a questo proposito, il ragionamento precedente relativo al principio dell'investitore privato operante in un'economia di mercato). Inoltre, nel bilancio previsionale fornito alla Commissione dalle autorità spagnole per il periodo 2002-2004 non si è tenuto conto degli oneri finanziari. Infine, in teoria, i prestiti avrebbero dovuto essere rimborsati ad aprile 2015, ossia dopo la data di conclusione del progetto (e possibilmente di cessione dello stesso), programmata per il 2014, cosa che un prestatore in un'economia di mercato non avrebbe accettato. Nella loro risposta del 20 aprile 2009 alla decisione di avvio del procedimento, le autorità spagnole hanno spiegato che questi crediti avrebbero dovuto essere considerati, dal punto di vista economico, come un conferimento di capitale in quanto il prestatore e l'azionista (SPTCV) coincidono. In effetti, poiché nessuno dei prestiti pagati nel 2005, 2007, 2008 e 2009 sono stati rimborsati, neppure parzialmente, e il beneficiario non ha pagato alcun interesse per essi, questi prestiti devono essere considerati, de facto, come un *equity investment* Secondo le informazioni fornite dalle autorità spagnole ad aprile 2012, esso ammontava complessivamente a 265 089 599 EUR alla fine del 2010 ([33]).

Selettività

(89) L'aiuto è anche selettivo in quanto i benefici derivanti dal sostegno conferiscono un vantaggio soltanto alle imprese operanti nel settore e, in effetti, soltanto ad alcune di esse.

Risorse statali

(90) La Commissione sottolinea che la Generalitat Valenciana ha finanziato l'investimento mediante il proprio intermediario finanziario SPTCV, di cui è proprietaria al 100 % e

([31]) Ecorys, *Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz*, 19 luglio 2011.

([32]) Cfr. pagine 30 e 39 della relazione Ecorys.

([33]) Come indicato nei considerando 29 e 53. Poiché i prestiti sono considerati *equity investment*, non si tiene conto degli interessi.

che gli studi in base ai quali è stato effettuato l'investimento pubblico in Ciudad de la Luz sono stati realizzati per la Generalitat Valenciana. Pertanto, questi stanziamenti possono essere considerati come risorse statali.

Distorsione della concorrenza

(91) Quando l'aiuto di Stato rafforza la posizione di un'impresa rispetto ad altre imprese concorrenti, queste ultime sono da considerarsi colpite negativamente dall'aiuto. Il sostegno rafforza la posizione di Ciudad de la Luz rispetto ad altre imprese concorrenti consentendo a CDL di entrare nel mercato degli studi cinematografici. La concorrenza fra le imprese che beneficiano della misura e quelle che non ne beneficiano risulta falsata. Anche supponendo che le produzioni cinematografiche in altri Stati membri nei quali hanno sede altri studi cinematografici ricevano sovvenzioni, questa non è un'argomentazione valida per negare l'esistenza di una distorsione della concorrenza. Una misura non può sfuggire alla qualifica di aiuto di Stato per il solo fatto che altri Stati membri potrebbero aver adottato proprie misure tendenti a falsare la concorrenza. Nel valutare la condizione relativa alla distorsione della concorrenza non è ammissibile operare una tale «compensazione».

Incidenza sugli scambi commerciali

(92) La Commissione ritiene infine che la misura in questione incida sugli scambi commerciali fra gli Stati membri. Gli studi cinematografici commercializzano le proprie strutture su scala internazionale. I produttori cinematografici negoziano regolarmente i prezzi e le condizioni con una serie di studi cinematografici che hanno sede in diversi Stati membri. In Spagna e in altri Stati membri la Commissione ha autorizzato regimi di aiuto che forniscono sostegno alla produzione di opere audiovisive e che, di conseguenza, promuovono indirettamente l'uso di strutture tecniche nazionali, fra le quali gli studi cinematografici. Il quarto criterio della comunicazione sul cinema del 2001, tuttavia, esclude ulteriori aiuti destinati a specifiche attività di produzione, ivi compreso l'utilizzo di studi cinematografici.

Conclusione

(93) Alla luce di quanto sin qui esposto, la Commissione ritiene che il progetto conferisca a Ciudad de la Luz un vantaggio economico selettivo. Il progetto è finanziato con fondi pubblici, falsa la concorrenza e incide sugli scambi commerciali fra gli Stati membri. Pertanto la Commissione ritiene che la misura notificata costituisca un aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea.

Compatibilità

(94) La Commissione deve anzitutto garantire che l'aiuto non sia in contrasto con le disposizioni del TFUE in ambiti diversi dagli aiuti di Stato. Nel caso in esame, la valutazione della Commissione lascia impregiudicata ogni ulteriore conclusione riguardo alla compatibilità con la legislazione dell'UE in materia di appalti pubblici. L'aiuto non contiene nessun ulteriore elemento che potrebbe presentare problemi in relazione al principio di legalità generale dell'aiuto.

(95) Come indicato nella decisione di avvio del procedimento, come argomentazione ausiliaria nel caso in cui la Commissione ritenesse che le misure in questione costituissero aiuti di Stato, le autorità spagnole hanno affermato che tali misure sarebbero compatibili con l'articolo 107, paragrafo 3 trattandosi di aiuti a finalità regionale e di aiuti destinati a promuovere la cultura.

Aiuti a finalità regionale

(96) Gli aiuti a finalità regionale per la costruzione di Ciudad de la Luz potrebbero essere giustificati in quanto l'investimento viene effettuato in un'area assistita. Le autorità spagnole sostengono che le norme in materia di aiuti a finalità regionale applicabili nel momento in cui è stata adottata la decisione iniziale di investimento, nel 2000-2006, consentivano un'intensità di aiuti del 36 %.

(97) Trattandosi di aiuti non notificati, si applicano gli orientamenti in materia di aiuti di Stato a finalità regionale 2000-2006 ([34]). Il punto 4.2 degli orientamenti recita: «Per garantire che gli investimenti produttivi che beneficiano degli aiuti siano economicamente redditizi e finanziariamente solidi, l'apporto del beneficiario (20) destinato al loro finanziamento deve corrispondere almeno al 25 %.». La nota a pagina 20 degli orientamenti chiarisce che l'apporto minimo del 25 % deve essere esente da qualsiasi aiuto. Sebbene inizialmente vi sia stato un investitore privato che ha contribuito per il 25 % del capitale sociale iniziale di 600 000 EUR, questo investitore privato era la società incaricata di occuparsi della gestione del progetto in cambio di una remunerazione ed essa non ha realizzato alcun ulteriore investimento nel progetto che corrispondesse alla maggioranza dell'investimento pubblico nel progetto. Di conseguenza, questo primo investimento non può essere considerato isolatamente dall'investimento pubblico in quanto non costituisce un investimento indipendente. Inoltre, l'investitore privato è stato rilevato da SPTCV a luglio 2004, momento in cui la sua quota di partecipazione è scesa allo 0,2 %.

(98) Le autorità spagnole hanno sostenuto che l'investimento del 25 % da parte dello stesso SPTCV poteva essere considerato come il contributo del beneficiario. La Commissione ritiene che un tale approccio, in cui il 25 % dell'investimento è coperto da un ente pubblico che non si comporta come un investitore privato (cfr. il capitolo V, sottocapitolo «vantaggio economico») mentre il restante 75 % dell'investimento viene ugualmente fornito da risorse di Stato, non consenta di garantire che l'investimento produttivo sovvenzionato sia economicamente redditizio e finanziariamente solido.

([34]) GU C 74 del 10.3.1998, pag. 9.

(99) Poiché l'investimento in Ciudad de la Luz è stato finanziato completamente attraverso fondi pubblici forniti da SPTCV, questa condizione non è soddisfatta.

Aiuto settoriale al settore audiovisivo

(100) In determinate situazioni, la Commissione ha autorizzato la concessione di aiuti al settore audiovisivo ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), tenendo conto degli obiettivi culturali di cui all'articolo 167 del TFUE. L'eccezione culturale può essere utilizzata in collegamento con altre basi giuridiche a sostegno della compatibilità dell'aiuto, come nel caso degli aiuti a talune attività economiche ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera c) del TFUE ([35]). Sebbene tale base giuridica non sia stata proposta dalle autorità spagnole, viene analizzata di seguito, alla luce delle osservazioni di terzi interessati.

(101) Una valutazione ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera c) del TFUE viene effettuata mediante una verifica in tre fasi in cui vengono soppesati i vantaggi e gli effetti negativi della misura in questione.

(102) Nel compiere tale verifica, la Commissione valuta i seguenti aspetti:

a) la misura di aiuto è intesa a perseguire un obiettivo di interesse comune ben definito (ossia, l'aiuto proposto mira a risolvere una situazione di mancato funzionamento del mercato o a raggiungere un altro obiettivo)?

b) l'aiuto è concepito in modo adeguato per raggiungere l'obiettivo di comune interesse? In particolare:

i) la misura di aiuto è uno strumento adeguato, ossia esistono altri strumenti più idonei?

ii) vi è un effetto di incentivazione, ossia l'aiuto modifica il comportamento delle imprese?

iii) la misura di aiuto è proporzionata, ossia lo stesso cambiamento di comportamento potrebbe essere ottenuto con un aiuto inferiore?

c) le distorsioni della concorrenza e gli effetti sugli scambi sono limitati, in modo che il bilancio complessivo sia positivo?

Obiettivo della misura

(103) Si ritiene si verifichi un «fallimento di mercato» quando il mercato non porta ai risultati migliori in termini di benessere sociale generale. Può verificarsi nel caso dei cosiddetti beni pubblici o beni meritori ([36]). Tali beni generano effetti esterni positivi quando il beneficio sociale supera il beneficio privato. Ne consegue che la quantità fornita è inferiore al livello ottimale e ciò, a sua volta, giustifica l'intervento pubblico (ed eventualmente sovvenzioni pubbliche).

(104) Nell'Unione europea esiste un mercato commerciale altamente competitivo nel quale opera una serie di grandi studi cinematografici. Inoltre, per le grandi produzioni cinematografiche, gli studi europei devono far fronte a una notevole concorrenza da parte di operatori al di fuori dell'UE. Pertanto, a prima vista, non esistono prove che attestino un mancato funzionamento del mercato dovuto a un'offerta insufficiente e a costi di ingresso elevati. Nella loro risposta alla decisione di avvio del procedimento, i cineasti spagnoli sostengono che il mercato spagnolo non disponeva di servizi simili di alta qualità prima della costruzione di Ciudad de la Luz. In particolare i cineasti valenziani hanno sottolineato che l'accesso a uno studio cinematografico locale consentirebbe loro di ridurre i costi di produzione (grazie a costi di trasporto inferiori, prossimità ad altri servizi necessari per la produzione cinematografica, eccetera).

(105) Tuttavia, il fatto che i produttori cinematografici nazionali possano trarre beneficio da Ciudad de la Luz non basta a dimostrare l'esistenza di un «fallimento di mercato» secondo la definizione fornita in precedenza. In primo luogo, ritenere che Ciudad de la Luz risolva una situazione di mancato funzionamento del mercato relativamente alla produzione cinematografica in Spagna sarebbe contrario all'obiettivo dichiarato dalle autorità spagnole. La relazione di Consultia del 2004 considera infatti gli studi cinematografici locali soltanto come concorrenti «indiretti», in quanto Ciudad de la Luz si rivolgerebbe invece alle grandi produzioni cinematografiche.

([35]) Cfr. in particolare, la decisione NN 84/2004 del 22 marzo 2006 — France – Régimes d'aide au cinéma et à l'audiovisuel. In quella occasione, la Commissione ha autorizzato ex post, sulla base degli articoli 107, paragrafo 3), lettera c) e/o lettera d) del TFUE, alcune misure volte a sostenere, fra l'altro, la distribuzione di film, la creazione, ristrutturazione o modernizzazione di sale cinematografiche, la distribuzione di video musicali o di video, le attività di ricerca e sviluppo e lo sviluppo di tecnologie di post-produzione. Cfr. anche N 192/2008 dell'11 aprile 2008 — Spagna — Promozione del doppiaggio e sottotitolazione di film in lingua basca.

([36]) I beni pubblici esistono nei casi in cui non è possibile fornire un bene o un servizio a una persona senza escluderne altre o nei casi in cui non vi è rivalità nel consumo (ad esempio illuminazione stradale, strade). I beni di interesse generale o beni meritori sono quei beni e servizi che, secondo l'amministrazione pubblica, potrebbero essere consumati in misura insufficiente e che pertanto devono essere sovvenzionati o forniti gratuitamente (quali l'istruzione, le biblioteche pubbliche).

(106) In secondo luogo, al fine di dimostrare il fallimento del mercato in relazione ai produttori spagnoli occorrerebbe valutare se il beneficio sociale derivante da un complesso di studi cinematografici come Ciudad de la Luz è superiore al suo costo. Ciò richiederebbe di considerare, fra l'altro, se le strutture esistenti siano insufficienti, ossia se i cineasti spagnoli non possano utilizzare gli studi attualmente esistenti in Spagna (come Video Planning, Cartuja Producciones e Loasur Audiovisual in Andalusia, MEDIA Park in Catalogna, Platós a Valencia, Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Estudios Los Ángeles e Flash Estudio a Madrid) o in altri Stati membri. Benché i produttori cinematografici spagnoli abbiano evidenziato alcuni vantaggi (non quantificati) in termini di costi apportati da Ciudad de la Luz, essi non hanno affermato che gli studi locali aventi queste caratteristiche sono essenziali per la produzione cinematografica locale.

Aiuto concepito in modo adeguato

(107) Considerando che non esiste una situazione ben definita di fallimento del mercato che si ritiene venga risolta dalla misura, l'aiuto non può essere considerato appropriato e commisurato a ovviare a un tale mancato funzionamento del mercato. Se la finalità del complesso di studi cinematografici era quella di promuovere la produzione cinematografica locale sarebbe stato necessario, fra l'altro, porre a confronto l'investimento realizzato con altre misure in grado di raggiungere efficienze comparabili dal punto di vista dei produttori cinematografici. Le autorità spagnole non hanno presentato alcun confronto di questo tipo.

Distorsione della concorrenza e degli scambi

(108) La verifica di cui sopra richiede inoltre una valutazione degli effetti negativi dal punto di vista della *distorsione della concorrenza e degli scambi commerciali*. Poiché la produzione è risultata significativamente inferiore alle aspettative iniziali e Ciudad de la Luz ha attratto principalmente produzioni cinematografiche locali, si potrebbe ritenere che finora il suo effetto di distorsione della concorrenza possa essere stato limitato. Il numero di produzioni cinematografiche realizzate a Ciudad de la Luz, tuttavia, non rappresenta un buon indicatore dei suoi possibili effetti di distorsione. L'ingresso sul mercato cinematografico europeo di Ciudad de la Luz ha comportato un aumento della capacità complessiva del mercato. La logica economica elementare implica che un tale aumento della offerta genererà una generale riduzione dei prezzi, indipendentemente dal numero di produzioni che Ciudad de la Luz sarà in grado di attrarre. Influendo sul prezzo di mercato generale, una tale riduzione dei prezzi non potrebbe essere constatata confrontando la determinazione delle tariffe di Ciudad de la Luz con quella dei suoi concorrenti. Inoltre, la costruzione di Ciudad de la Luz potrebbe incoraggiare altri Stati membri a realizzare investimenti analoghi. Infine, date le strutture moderne di cui dispone, il posizionamento di mercato di Ciudad de la Luz potrebbe cambiare in futuro.

(109) In base a quanto sin qui esposto, la misura non può essere considerata compatibile ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3), lettera c), poiché non è volta a risolvere una situazione di mancato funzionamento del mercato in questo settore e rischia di influire negativamente sulla concorrenza e sugli scambi commerciali.

Aiuto culturale — investimento nella costruzione di studi cinematografici

(110) Le autorità spagnole non hanno presentato alcuna argomentazione volta a modificare l'opinione della Commissione, espressa nella decisione di avviare il procedimento, secondo la quale la Commissione «*ritiene che non vi è alcun elemento che indichi che l'eccezione [culturale] possa essere applicata ad aiuti di Stato volti a sostenere i costi di costruzione e funzionamento di un complesso di studi cinematografici di nuova costruzione e di grandi dimensioni*». La decisione di avvio del procedimento escludeva la possibilità che gli studi cinematografici venissero considerati come una «infrastruttura culturale» in quanto sono altamente specializzati e il loro uso è limitato al settore audiovisivo (per la realizzazione di film, produzioni televisive e annunci pubblicitari).

(111) Affinché si applichi l'eccezione culturale di cui all'articolo 107, paragrafo 3, lettera d) del TFUE a finanziamenti che non rientrano nell'ambito della comunicazione sul cinema, l'aiuto avrebbe dovuto essere non solo necessario, appropriato e adeguato (come indicato nella precedente valutazione ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera c)] ma anche finalizzato a conseguire un obiettivo culturale. Poiché si è giunti alla conclusione che tali criteri non vengono soddisfatti in relazione a quanto disposto dall'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), lo stesso vale anche per ciò che concerne l'articolo 107, paragrafo 3, lettera d).

Aiuto culturale — incentivi ai produttori cinematografici

(112) Nel dicembre 2008, la Commissione ha autorizzato gli incentivi alla cinematografia concessi dalla regione di Valencia in applicazione della comunicazione sul cinema ([37]). Prima di allora, qualsiasi incentivo offerto dal governo della regione di Valencia alle attività cinematografiche svolte a Ciudad de la Luz non può essere considerato compatibile laddove l'aiuto stesso è stato concesso a condizione che il film fosse realizzato a Ciudad de la Luz (violando il quarto criterio della comunicazione sul cinema che esclude ulteriore aiuti destinati a specifiche attività di produzione cinematografica).

([37]) La comunicazione del 2001 sul cinema stabilisce i criteri in base ai quali la deroga culturale prevista ai sensi all'articolo 107, paragrafo 3, lettera d) si può applicare ai regimi di aiuto a sostegno della produzione di opere audiovisive.

(113) Infine, non è necessario prendere in esame ulteriormente nell'ambito della presente decisione se l'aiuto sia stato concesso ai produttori cinematografici.

VI. **CONCLUSIONE**

(114) La Commissione giunge alla conclusione che la Spagna ha concesso aiuti di Stato a Ciudad de la Luz SA in violazione dell'articolo 108, paragrafo 3) del trattato sul funzionamento dell'Unione europea. L'investimento realizzato dalla regione di Valencia in Ciudad de la Luz non sarebbe stato effettuato da un investitore privato alle stesse condizioni e negli stessi termini. Di conseguenza, l'intero investimento pubblico nel progetto è considerato dalla Commissione un aiuto illegale.

(115) Pertanto l'ammontare dell'aiuto fino a dicembre 2010 è pari all'importo totale dell'investimento pubblico diretto di 265 089 599 EUR effettuato in Ciudad de la Luz SA e a tutti gli incentivi concessi ai produttori cinematografici a condizione che la lavorazione dei film si svolgesse a Ciudad de la Luz.

(116) Conformemente al trattato sul funzionamento dell'Unione europea e alla giurisprudenza costante della Corte di giustizia, la Commissione, qualora abbia accertato l'incompatibilità di un aiuto con il mercato comune, è competente a decidere che lo Stato interessato è tenuto a sopprimere o modificare tale aiuto ([38]). La giurisprudenza costante della Corte indica anche che, nel caso di aiuti giudicati dalla Commissione incompatibili con il mercato interno, l'obbligo di abolire l'aiuto, imposto allo Stato membro, ha l'obiettivo di ripristinare la situazione preesistente ([39]). La Corte ha in tal senso statuito che tale obiettivo si realizza nel momento in cui i beneficiari abbiano rimborsato gli importi erogati a titolo di aiuto illecito, perdendo così il vantaggio di cui godevano nei confronti dei concorrenti e si sia ripristinata la situazione precedente la concessione dell'aiuto ([40]).

(117) In conformità con detta giurisprudenza, l'articolo 14 del regolamento (CE) n. 659/1999 ([41]) stabilisce che, «nel caso di decisioni negative relative a casi di aiuti illegali la Commissione adotta una decisione con la quale impone allo Stato membro interessato di prendere tutte le misure necessarie per recuperare l'aiuto dal beneficiario»,

HA ADOTTATO LA PRESENTE DECISIONE:

Articolo 1

Il capitale sociale iniziale e i successivi aumenti di capitale sociale per l'ammontare di 94 459 719 EUR, i terreni assegnati a Ciudad de la Luz per un valore di 9 800 040 EUR, i prestiti partecipativi dell'importo di 115 milioni di EUR, i prestiti convertibili in azioni emessi dal 2008 per un totale di 45 829 840 EUR concessi illegalmente prima del 31 dicembre 2010 e tutti gli incentivi concessi a produttori cinematografici a condizione che la lavorazione dei film avesse luogo a Ciudad de la Luz, in violazione dell'articolo 108, paragrafo 3 del trattato costituiscono aiuti di Stato e non sono compatibili con il mercato interno.

Articolo 2

1. La Spagna deve recuperare dal beneficiario gli aiuti non compatibili di cui all'articolo 1.

2. L'importo da restituire comprende gli interessi calcolati dal momento in cui le somme erogate sono state messe a disposizione del beneficiario fino al momento della loro effettiva restituzione.

3. Gli interessi sono calcolati a norma del capo V del regolamento (CE) n. 794/2004 del Consiglio ([42]), secondo il regime dell'interesse composto.

4. A decorrere dalla data della notifica della presente decisione la Spagna sospende tutti i pagamenti ancora previsti a titolo degli aiuti di cui all'articolo 1.

Articolo 3

1. Il recupero degli aiuti di cui all'articolo 1 è immediato ed effettivo.

2. La Spagna garantisce l'attuazione della presente decisione entro un termine di quattro mesi a decorrere dalla notifica della stessa.

Articolo 4

1. Entro due mesi dalla notifica della presente decisione, la Spagna trasmette le seguenti informazioni alla Commissione:

a) informazioni sull'importo complessivo (credito principale più interessi) che deve essere recuperato dal beneficiario;

b) una descrizione dettagliata delle misure già adottate o previste per ottemperare alla presente decisione;

c) una documentazione da cui risulti che il beneficiario ha ricevuto un ordine di recupero.

2. La Spagna tiene informata la Commissione sullo stato di avanzamento delle proprie misure di attuazione della presente decisione fino ad avvenuta conclusione della restituzione degli aiuti di cui all'articolo 1. La Spagna trasmette sollecitamente, su semplice richiesta della Commissione, informazioni sulle misure già adottate o previste per ottemperare alla presente decisione. Inoltre, la Spagna fornisce informazioni esaurienti sull'importo degli aiuti e degli interessi già rimborsati dal beneficiario.

([38]) Causa C-70/72, *Commissione* contro *Germania*, punto 13.
([39]) Cause riunite C-278/92, C-279/92 e C-280/92 *Spagna* contro *Commissione*, punto 75.
([40]) Causa C-75/97 *Belgio* contro *Commissione*, punti 64-65.
([41]) GU L 83 del 27.3.1999, pag. 1.
([42]) GU L 125 del 28.4.2004, pag. 4.

Articolo 5

Il Regno di Spagna è destinatario di questa decisione.

Fatto a Bruxelles, l'8 maggio 2012

Per la Commissione
Joaquín ALMUNIA
Vicepresidente

ALLEGATO A

Informazioni sugli importi degli aiuti ricevuti, che devono essere recuperati e già restituiti

Identità del beneficiario	Importo totale dell'aiuto ricevuto nell'ambito del regime di aiuto (*)	Importo totale dell'aiuto ricevuto che deve essere recuperato (*) (credito principale)	Importo totale già restituito (*)	
			Credito principale	Interessi

(*) milioni nella valuta nazionale

ALLEGATO I

Ciudad de la Luz (CDL) — Metodo di calcolo dell'importo adeguato del costo del capitale nelle decisioni di bilancio relative agli investimenti — luglio 2009

Obiettivo

L'obiettivo della presente relazione è stabilire se gli investimenti nel progetto volto alla creazione della società Ciudad De la Luz (CDL) possano essere definiti aiuti di Stato. In base al principio dell'investitore operante in un'economia di mercato, l'investimento effettuato è da considerarsi aiuto di Stato se la compensazione che lo Stato si attende di ricevere è inferiore all'importo che un investitore privato avrebbe richiesto nelle stesse circostanze del progetto in questione.

Un investitore privato in capitale di rischio [1] sarebbe stato disposto ad investire nel progetto CDL se il tasso interno di rendimento atteso [2] fosse stato superiore o uguale al costo-opportunità del capitale proprio [3] (ovvero al rendimento che avrebbe potuto ottenere da un progetto simile).

Nell'analisi seguente viene utilizzato il modello di valutazione degli attivi finanziari (Capital Asset Pricing Model, CAPM) per ottenere il costo del capitale proprio. È questa la variabile che consente di stabilire se un investitore privato avrebbe deciso o meno di investire nel progetto CDL.

Il range risultante per detta variabile viene confrontato con i risultati ex post ottenuti per un campione rappresentativo dei concorrenti del progetto CDL. È questo l'approccio adottato dalla società di consulenza LECG nella propria relazione, ovvero, l'utilizzo dei risultati ex post per fornire un riferimento comparativo per il costo-opportunità del capitale per progetti di questo tipo. Come si vedrà in seguito, la misura dei risultati ex post scelta dalla LECG non è la più idonea a definire il riferimento comparativo. Inoltre, cosa ancor più importante, qualsiasi indicatore dei risultati ex post costituisce una variabile sostitutiva imperfetta della redditività ex ante richiesta.

Giungiamo alla conclusione che il costo-opportunità del capitale per questo progetto si attesterebbe intorno al 14,91 %. Di conseguenza, un investitore privato richiederebbe un tasso interno di rendimento superiore al 14,91 %. Secondo il piano aziendale proposto da CDL nel 2004 (che costituisce l'informazione finanziaria più recente su cui si basa il presente progetto), il tasso interno di rendimento dell'investimento nel progetto CDL era del 5,74 % [4].

Ne consegue che un investitore privato non avrebbe investito nel progetto CDL visto che il tasso interno di rendimento è inferiore al costo-opportunità del capitale.

Il costo del capitale proprio [5]

Il costo del capitale proprio è il tasso minimo di rendimento che il progetto CDL deve offrire ai soci quale remunerazione per:

— il valore temporale del denaro,

— il rischio associato all'investimento nel progetto CDL.

È importante sottolineare che in questo caso il tasso di redditività è un rendimento futuro stimato e non un rendimento storico. Il costo del capitale proprio riflette il costo-opportunità dell'investimento per i soci in imprese o progetti che presentino lo stesso rischio finanziario e d'impresa (o un livello di rischio simile) rispetto al progetto preso in esame.

Di seguito applichiamo un metodo di calcolo per stabilire il costo del capitale proprio ampiamente accreditato e riconosciuto, ovvero il modello di valutazione degli attivi finanziari:

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

Dove:

— K_e è il costo del capitale proprio, espresso in termini percentuali,

— R_f è il tasso esente da rischio, espresso in termini percentuali,

— $(R_m - R_f)$ è il premio per il rischio di mercato, espresso in termini percentuali,

— ß è il «Beta», una misura del rischio sistematico (non diversificabile) associato ai valori di CDL, che riflette sia il rischio finanziario, sia il rischio d'impresa.

(1) In assenza di debito.
(2) Per definizione, il tasso di rendimento interno corrisponde al tasso di sconto che fa sì che il valore netto dell'investimento sia pari a zero.
(3) *Principles of Corporate Finance*, Brealey and Myers, 2000, sesta edizione (cap. 5, pag. 100).
(4) L'uso di questo riferimento non va inteso come una conferma che tale dato è da considerasi corretto. Data la difficoltà di stabilire con esattezza le previsioni dei flussi di cassa, è probabile che, nel migliore dei casi, il tasso di rendimento interno indicato del 5,74 % rappresenti il massimale.
(5) Si può consultare in appendice la definizione generale del costo medio ponderato del capitale che comprende sia il capitale che il debito.

Per il tasso esente da rischio, la pratica di mercato suggerisce di prendere come riferimento il tasso di interesse dei titoli di Stato a lungo termine (di solito a 10 anni) del paese di operazione.

Per quanto concerne il premio per il rischio, andrebbe considerato il premio per il rischio storico di mercato per un periodo di tempo ragionevolmente lungo. Di norma si utilizza il differenziale tra il rendimento storico di un indice dei titoli diversificato del paese di operazione e il tasso esente da rischio.

Applicazione al progetto Ciudad De La Luz

Nel 2004 in Spagna, il rendimento medio annuo dei buoni del tesoro a 10 anni era del 4,1 % ([1]).

R_f = 4,1 %

Secondo Fernández (2004) ([2]), il premio per il rischio storico di mercato per i titoli di Stato spagnoli (nel periodo 1991-2003, che all'incirca coincide con il periodo precedente al nostro investimento), si colloca tra il 6,8 % e il 9,3 % (la differenza è dovuta al metodo di calcolo della media — aritmetica piuttosto che geometrica). Nella nostra stima del premio per il rischio di mercato terremo nella dovuta considerazione il minimale di tale intervallo.

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

Infine, per il calcolo del valore del beta, utilizziamo informazioni di dominio pubblico e pertinenti a società che le autorità spagnole hanno identificato come concorrenti diretti di CDL.

Nel 2001, KBC Securities aveva elaborato una relazione contenente le informazioni necessarie per il calcolo del valore attuale netto di un investimento a 10 anni nel grupp**o Carrere**. È importante sottolineare come sia la data che il termine di ammortamento dell'investimento coincidano approssimativamente con il caso in esame. Il tasso di sconto utilizzato nella relazione di KBC era del 12 %, mentre per il beta il valore ottenuto era 1,8. Tenendo conto del fatto che il profilo di rischio finanziario di **Carrere** è diverso da quello di CDL (la struttura del capitale di Carrere comprende il debito), dobbiamo operare un aggiustamento di questo valore e calcolare il beta senza considerare il debito per poter isolare il profilo di rischio d'impresa. La formula che permette di ottenere il valore del beta escludendo il debito è data dall'espressione:

$\text{Beta}_{\text{Senza debito}} = \text{Beta}_{\text{Con debito}}/[1 + (1 - T)\ D/E]$

dove T è l'aliquota d'imposizione applicabile. In Francia, paese in cui Carrere ha la propria sede sociale, l'aliquota d'imposizione si colloca intorno al 33 %, e i dati relativi al coefficiente di indebitamento possono essere reperiti nella relazione originale di KBC. All'atto di emissione delle azioni, il coefficiente di indebitamento era del 10 %. Questo valore è stato confermato dai dati di Bloomberg.

Utilizzando questi valori per i diversi parametri, si ottiene il seguente valore per il beta al netto del debito:

$\text{Beta}_{\text{Senza debito}}$ = 1,68

In Germania, Der Spezialist fur Finanzaktien aveva condotto un'analoga analisi nel 2009 per **Studio Babelsberg**, un'altra società che le autorità spagnole avevano identificato come concorrente diretto di CDL. In tale relazione si partiva dall'ipotesi che il costo del capitale fosse del 12 % e il valore così ottenuto per il beta era stato pari a 1,5. Al momento della pubblicazione della relazione, lo **Studio Babelsberg** non aveva debiti, il che significa che la sua struttura di capitale era identica a quella di CDL; in tal caso non è quindi necessario alcun adeguamento del beta.

Queste prove, ottenute da dettagliate analisi relative a due concorrenti diretti, indicano che il beta applicabile a CDL si trova (come minimo) nell'intervallo compreso tra 1,5 e 1,68. Inoltre, in virtù delle ragioni già esposte dalla Commissione, è probabile che l'investimento in CDL comportasse un livello superiore di rischio idiosincratico. In altre parole, il valore del beta applicabile a CDL è probabilmente superiore a quello dei suoi concorrenti.

Successivamente prendiamo la media aritmetica di questi due valori e assegniamo il risultato a CDL (benché sia probabile che CDL presenti un maggior livello di rischio idiosincratico). Va ricordato che questi dati sono stati forniti da analisti finanziari a seguito di un'approfondita analisi di Carrere e di Studio Babelsberg.

Ne consegue che il minimale del rendimento atteso dall'investimento per un investitore privato sarebbe:

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

La stima di tale dato si rivela utile poiché implica che un valore del costo medio ponderato del capitale (WACC secondo l'acronimo inglese) sostanzialmente inferiore a **14,91 %** può essere escluso senza ulteriori approfondimenti.

Punti deboli della metodologia della LECG

La stima utilizzata nello studio condotto dalla società di consulenza LECG, che ha portato ad un fattore di sconto del 5,15 %, presenta importanti carenze metodologiche. LECG sosteneva che la variabile sostitutiva adeguata per il costo medio ponderato del capitale fosse il rendimento dell'attivo ottenuto da uno o forse due concorrenti (Pinewood e Babelsberg).

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

In primis e a titolo generale, le misure contabili della redditività, come il rendimento delle attività totali (ROA), non vanno considerate come una misura corretta del rendimento medio che l'investitore si attende di conseguire per almeno tre ragioni ([1]): Dal punto di vista contabile, infatti, il rendimento viene calcolato su base annua, mentre un investitore razionale terrà conto del rendimento per l'intero arco di vita del progetto in questione; inoltre, le informazioni contabili sono informazioni storiche sull'azienda, ragione per cui sono più idonee ad una valutazione dei risultati ex post della stessa piuttosto che alla valutazione del rendimento ex ante atteso da un investimento; da ultimo, gli investitori non sono in realtà interessati agli utili contabili bensì a quelli monetari, ovvero ai flussi di cassa ottenuti con gli investimenti intrapresi.

Va altresì detto che LECG avrebbe dovuto porre a confronto il costo medio ponderato del capitale con il rendimento sul capitale investito e non con il rendimento dell'attivo. La misura del costo medio ponderato del capitale si riferisce al capitale totale, ovvero al capitale proprio e al debito finanziario. Tuttavia, il passivo di una situazione di bilancio non comprende solo il capitale proprio e il debito finanziario bensì anche il passivo corrente, ovvero i conti da saldare ai fornitori. Di conseguenza, l'attivo totale è maggiore o uguale al capitale totale e, per un determinato livello di rendimento, il rendimento dell'attivo è inferiore o uguale al rendimento sul capitale investito. ([2]) Ne consegue che la variabile da paragonare al costo medio ponderato del capitale è il rendimento sul capitale investito e non la redditività dell'attivo. Un progetto realizza un valore positivo solo se il rendimento ottenuto sul capitale investito è maggiore o uguale al costo medio ponderato del capitale.

Dati sui concorrenti

Prima di esaminare i dati di mercato, vorremmo sottolineare il fatto che il riferimento comparativo idoneo è il costo ex ante del capitale proprio. I livelli di redditività osservati ex post costituiscono soltanto una variabile sostitutiva imperfetta delle aspettative ex ante, visto che la redditività ottenuta ex post non è necessariamente uguale alla redditività richiesta ex ante. Se gli investitori sono interessati ai risultati storici di un certo settore, dovranno analizzare il rendimento sul capitale investito, una misura della redditività ex post neutra rispetto alla struttura del capitale delle diverse aziende visto che comprende sia il capitale sia il debito. Via via che aumenta il livello di indebitamento di un'azienda, anche il rendimento del capitale per gli azionisti cresce se paragonato al rendimento sul capitale investito.

Nell'analisi seguente prenderemo in esame i dati del rendimento sul capitale investito riferiti ad un gruppo rappresentativo di concorrenti. Tali dati sono stati tratti da diverse fonti e, come avremo modo di vedere, i risultati non si differenziano da quelli dal nostro esercizio comparativo di verifica.

1. *Dati di AMADEUS*

AMADEUS è una banca dati completa paneuropea che raccoglie informazioni finanziarie su oltre 11 milioni di aziende pubbliche e private di 41 paesi europei gestita da Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing. BvD è tra i principali fornitori su scala mondiale di dati di bilancio a livello aziendale; l'Europa è la regione per la quale la copertura dei dati è più estesa.

La mediana è il numero che separa la metà superiore di un campione dalla metà inferiore. Se i valori osservati vengono ordinati in modo ascendente o discendente, la mediana è il valore che si colloca al centro di tale ordinamento.

La media aritmetica è la somma di tutte le osservazioni divisa per il numero di osservazioni realizzate.

In molte distribuzioni, la media e la mediana vengono a coincidere. Da un punto di vista empirico, tuttavia, le due misure possono presentare differenze notevoli se, pur disponendo di un campione di grandi dimensioni, la distribuzione osservata è asimmetrica (a causa, per esempio, del fatto che contiene diversi valori discrepanti fenomeno conosciuto come osservazioni o rilevamenti estremi).

I dati esposti di seguito presentano valori della media superiori a quelli della mediana (fenomeno che viene definito come di asimmetria positiva). Poiché la media è sensibile ai valori discrepanti, ci concentriamo sulla mediana. Va tenuto presente che tale decisione porta come risultato a un livello di redditività inferiore a quello che si otterrebbe utilizzando la media del campione.

Analisi del gruppo di omologhi

Utilizzando un campione molto esteso che comprende tutte le attività incluse al codice 921 della Classificazione statistica delle attività economiche nelle Comunità europee (NACE) (Attività di produzione cinematografica e video) si ottengono oltre 11 000 osservazioni per il periodo 1994-2008.

	Mediana
Rendimento sul capitale investito (ROCE)	13,56 %

([1]) Hans W. Friederiszick and Michael Troge, DG COMP, CET, «Applying the MEIP to State Owned Companies – Lessons learned from the German Landesbanken Cases», *Competition Policy Newsletter*, n. 1, primavera 2006.

([2]) È una confusione che si verifica con una certa frequenza poiché nei manuali finanziari alcuni autori partono da una situazione di bilancio semplificata che comprende solo il capitale proprio e il debito finanziario escludendo il passivo corrente. In tali casi, di fatto, il rendimento dell'attivo è uguale al rendimento sul capitale investito. Tuttavia, le cose non sempre vanno cosi nella vita reale.

Pinewood-Shepperton, il gruppo Carrere e Barrandov Studio appartengono al gruppo indicato con il codice a quattro cifre (9211) della già citata NACE. Più ristretto (Produzione cinematografica e video) oltre alle classificazioni NACE, AMADEUS offre una definizione più dettagliata del concetto di omologhi raggruppando le aziende accomunate dallo stesso codice NACE in base alle loro dimensioni. Pinewood-Shepperton, il gruppo Carrere e Barrandov Studio appartengono al gruppo di «società molto grandi» e rientrano nel codice 9211 della NACE (l'espressione «molto grandi» non costituisce una misura assoluta bensì relativa, se paragonata ad altre aziende comprese nel codice 9211 della NACE). Per questo gruppo di 45 imprese omologhe la mediana [1] relativa al periodo 2000-2006, nei casi in cui sono disponibili i dati, è:

	Mediana
ROCE	10,1 %

In AMADEUS, Studio Babelsberg è classificato con lo stesso codice NACE delle tre aziende precedenti, ma è considerato solo come «grande società». Il gruppo di «società grandi» omologhe incluse nel codice 9211 è costituito da 133 aziende. La mediana del gruppo nello stesso periodo (2000-2006) è:

	Mediana
ROCE	10,1 %

A Cinecittà Studios è stato attribuito il codice NACE «pubblicità», il che significa che il gruppo degli omologhi è inadeguato a fini comparativi. Anche CDL era stata assegnata a un gruppo di omologhi il cui codice NACE è 7413 (Studi di mercato e realizzazione di sondaggi di opinione), a nostro avviso non pertinente ai fini della nostra valutazione.

2. *Dati di ORBIS* [2]

Al fine di ottenere informazioni sulle società menzionate nelle osservazioni presentate dalle autorità spagnole, è stato necessario ricorrere ad ORBIS. Tale banca dati ha fornito informazioni sulle seguenti aziende:

— Pinewood Shepperton

— Studio Babelsberg

— Gruppo Carrere

— Cinecittà

— Ealing Studios

— Barrandov

— Prime Focus

— Ray Corp

— EUROPACORP.

La mediana di queste aziende per il periodo 2002-2007 è:

	Mediana
ROCE	10,82 %

Poiché tale gruppo di aziende è costituito da concorrenti chiaramente identificati, non vi è alcun rischio di includere valori discordanti che non siano effettivamente attivi nel medesimo segmento di CDL (circostanza che potrebbe effettivamente verificarsi nel caso dei gruppi di omologhi creati in AMADEUS). Viene quindi presentata anche la media relativa a tale gruppo per il periodo 2000-2007.

	MEDIA
ROCE	12,26 %

[1] Come già accennato, la mediana per questo gruppo è inferiore alla media aritmetica. Per quest'analisi del gruppo degli omologhi, AMADEUS fornisce la mediana annuale del rendimento sul capitale investito relativo al gruppo degli omologhi nel loro insieme. Per l'aggiunta delle informazioni ottenute nel corso del tempo (il dato riportato nel testo), è stata calcolata la «mediana delle mediane annuali».

[2] ORBIS è una banca dati mondiale contenente informazioni su oltre 50 milioni di aziende di tutto il mondo (Bureau van Dijk Electronic Publishing).

Conclusione

Dalla nostra analisi si ottiene un costo-opportunità del capitale del 14,91 % per l'investimento in CDL. Se si accettano come corretti il piano aziendale 2004 proposto da CDL e l'analisi condotta dalla società di consulenza LECG, il tasso interno di rendimento di questo progetto sarebbe del 5,74 %. Tuttavia va sottolineato che i flussi di cassa previsti nel piano aziendale del 2004 sono ingiustificatamente ottimistici, specie considerando le perdite reali subite dall'azienda nel periodo 2002-2004 [1]. In base alle informazioni a nostra disposizione, possiamo supporre che i flussi di cassa attesi e riportati nel piano aziendale 2004 rappresentassero il massimale.

Come si è detto nell'introduzione, un investitore investirà in un progetto solo se questo gli potrà offrire un tasso interno di rendimento superiore al costo-opportunità del capitale. Di conseguenza, un investitore nel progetto CDL avrebbe preteso un tasso interno di rendimento di gran lunga superiore (ovvero almeno del 14,91 %) per effettuare un tale investimento. Possiamo quindi concludere che l'investimento realizzato nel progetto CDL non era conforme al principio dell'investitore operante in un'economia di mercato.

Con un costo medio ponderato del capitale (WACC) = 14,91 % e supponendo che le previsioni dei flussi di cassa per il 2004 rappresentino un massimale, calcoliamo il valore attuale netto del progetto come la somma dei flussi di cassa scontati. Dalle osservazioni presentate dalle autorità spagnole si desume che l'investimento di 199 milioni è la somma dei flussi di cassa per il periodo 2005-2007. Il flusso di cassa dell'ultimo periodo comprende il valore residuale, calcolato utilizzando il modello di sconto dei dividendi:

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

dove D_t rappresenta i dividendi da pagare nell'anno t, g è il tasso di crescita dei dividendi ed r il tasso di sconto.

Questa formula presenta un'elevata sensibilità ai parametri D_t e g. Il calcolo delle stime precise di D_t e g esula dalle finalità della presente relazione. Per questa ragione usiamo come riferimento comparativo i valori proposti dalle autorità spagnole, ovvero: D_t = 8 651 (flusso di cassa dell'ultimo periodo) e g = 2,553 % (tasso di inflazione). Applichiamo tuttavia il tasso di sconto da noi stimato pari al 14,91 %. Sulla base dei valori dei suddetti parametri, il progetto ottiene un valore attuale netto negativo di - 131,65 milioni.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Flusso di cassa	– 884	– 1 792	– 2 601	– 118 177	– 55 813	– 25 088	4 462
Sconto	(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
Flusso di cassa scontato	**– 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	Valore attuale netto
Flusso di cassa	5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	*80 447*	
Sconto	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	
Flusso di cassa scontato	**2 758,17**	**2 849,86**	**2 586,30**	**2 650,40**	**2 378,07**	**20 041,62**	**– 131,65**

Commenti sulle ultime osservazioni presentate (25 marzo)

Le osservazioni presentate il 25 marzo appaiono carenti sotto il profilo del rigore metodologico e contengono affermazioni che, nel migliore dei casi, risultano prive di fondamento. Vi si afferma che:

[1] *Fonte:* Relazione aziendale ORBIS.

[…] «Per poter quantificare questa redditività e, in particolare, il premio per il rischio che un investitore privato richiederebbe da un progetto, vengono utilizzati diversi modelli. Quello utilizzato con maggiore frequenza è il modello di valutazione degli attivi finanziari (CAPM). Volendo applicare tale modello al caso in questione, un investitore privato «richiederebbe» un premio per il rischio (non un tasso di redditività) del 3,75 % nel 2000 e del 2,07 % nel 2004»,

e viene riportata la seguente tabella:

Table 1

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

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

In altre parole, nelle osservazioni presentate si sostiene che il beta di CDL è ß = 0,395. Si tratta di un'ipotesi priva di fondamento e che non viene comprovata da alcun dato concreto o verificabile. Fra l'altro appare difficilmente conciliabile con il mero buon senso.

Di seguito riportiamo una citazione di Brealey e Myers, il riferimento centrale su cui si fonda la relazione presentata dalla società di consulenza LECG.

«[…] il beta misura il grado di sensibilità di un titolo rispetto ai movimenti del mercato. Un beta maggiore di 1 significa che il titolo tende ad amplificare i movimenti generali del mercato. Un beta compreso tra 0 e 1 significa che il titolo si muove nella stessa direzione del mercato sebbene non con la stessa intensità. Ovviamente, essendo il mercato il «portafoglio di tutti i titoli», ne consegue che il titolo «medio» ha un beta pari a 1.» (capitolo 7, pag. 174).

In altre parole, i titoli con un beta più elevato comportano una volatilità maggiore e di conseguenza, un maggiore rischio.

L'investimento in CDL è perlomeno altrettanto rischioso di un investimento in suoi concorrenti affermati sul mercato i cui beta sono notevolmente superiori a 1 (si vedano, a tale proposito, le valutazioni effettuate da KBC Securities e Spezialist fur Finanzaktien).

Infine, per quanto riguarda il tasso esente da rischio, sembra alquanto opportunistico il riferimento all'attuale crisi finanziaria — una situazione temporanea — per confutare il valore adottato dalla Commissione, che corrisponde al tasso esente da rischio nel periodo in cui è stato realizzato l'investimento nel progetto CDL.

Appendice

Per finanziare un progetto, gli investitori devono investire del capitale. Tale capitale ha un costo che viene definito «costo del capitale».

Di solito, il capitale proviene da due fonti principali:

— Capitale proprio (*equity*) (E)

— Capitale finanziario (debito) (D)

La somma del capitale proprio e del debito costituisce il capitale totale (C), espresso in EUR. Entrambe queste fonti di capitale hanno un costo determinato. Definiamo quindi:

— K_e il costo del capitale proprio, espresso in termini percentuali,

— K_d il costo del capitale finanziario (ovvero il debito), espresso in termini percentuali.

Il costo totale del capitale, quindi, è il costo medio ponderato del capitale (WACC) che tiene conto dell'incidenza del capitale proprio e dell'incidenza del capitale di prestito. Avremo quindi:

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

Si noti inoltre che K_d e K_e rappresentano il costo atteso del capitale finanziario e del capitale proprio e non il costo storico.

Considerando i vantaggi fiscali legati al finanziamento a mezzo debito, e presumendo che T sia l'aliquota d'imposizione applicabile al progetto CDL, avremo:

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

Nel caso specifico di CDL, nel piano aziendale del 2000 non viene menzionato in alcun modo il debito. Poiché il progetto viene interamente finanziato con capitale proprio, si ottiene quanto segue:

$$WACC = K_e$$

ALLEGATO II

[adattamento del documento di marzo 2010]

Risposta alle osservazioni del 19 ottobre 2009 formulate dalla società di consulenza LECG

La risposta della società di consulenza LECG all'analisi della Commissione si focalizza su quattro punti:

1) il presunto utilizzo erroneo del modello di valutazione degli attivi finanziari (CAPM)

La società di consulenza LECG, pur riconoscendo la correttezza del ricorso ad un'analisi basata sul CAPM, mette in discussione i valori dei parametri utilizzati dalla direzione generale Concorrenza. Nello specifico, LECG afferma che:

— il premio per il rischio di mercato avrebbe dovuto essere inferiore,

— i valori dei beta avrebbero dovuto essere anch'essi inferiori.

2) la Commissione non avrebbe dovuto basarsi esclusivamente sul piano aziendale di Consultia IT e avrebbero dovuto invece prendere in considerazione anche il piano aziendale Arthur Andersen del 2000 per stabilire un parametro comparativo adeguato;

3) la Commissione non ha preso in considerazione indici finanziari adeguati per la stima del rendimento atteso del progetto Ciudad de la Luz (CDL);

4) la Commissione non ha nemmeno tenuto conto delle entrate previste derivanti dalla costruzione di alberghi e uffici.

1. **Parametri del CAPM**

1.1. *Premio per il rischio*

La società di consulenza LECG esprime perplessità circa la scelta di utilizzare dati storici relativi ai premi, basata su Fernández (2004), per il calcolo del premio per il rischio di mercato in Spagna per gli anni 2000 e 2004. LECG suggerisce invece di utilizzare le informazioni pubblicate in un saggio successivo dello stesso autore ([1]).

Come si vedrà in seguito, la relazione LECG cita lo studio di cui sopra in modo estremamente selettivo.

La relazione LECG sostiene che andrebbe utilizzato il premio richiesto invece del premio storico. Tuttavia, Fernández (2009) afferma quanto segue:

«É facile concludere che non esiste una stima puntuale universalmente accettata del premio per il rischio di mercato e nemmeno un metodo comune per la valutazione di tale premio. […]

Le raccomandazioni relative al premio per il rischio di mercato, desunte da 150 manuali di finanza e valutazione pubblicati tra il 1979 e il 2009 oscillano tra il 3 % e il 10 %. Numerosi libri utilizzano premi per il rischio diversi in pagine diverse e la maggior parte di essi non stabilisce una distinzione tra i quattro diversi concetti designati dall'espressione «premio per il rischio»: il premio per il rischio storico, il premio per il rischio atteso, il premio per il rischio richiesto e il premio per il rischio implicito. […]

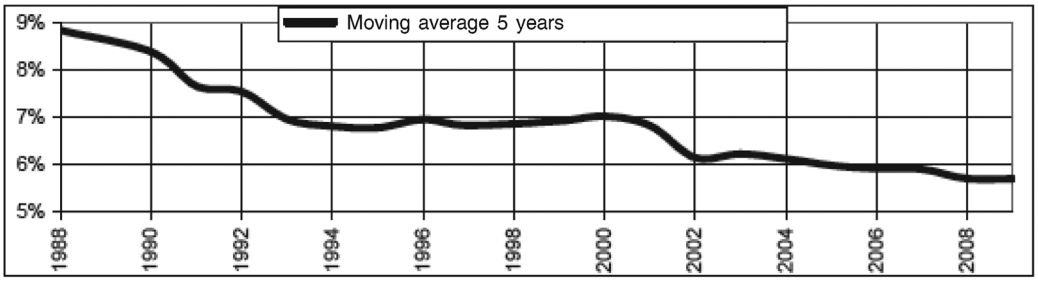
In 129 di questi libri il premio per il rischio atteso e quello richiesto vengono considerati come sinonimi e in 82 non si opera alcuna distinzione tra il premio per il rischio atteso e quello storico».

Inoltre, per quel che riguarda il valore specifico, LECG propone l'utilizzo di un premio per il rischio presentato da Fernández (2009) di recente che suggerisce l'utilizzo di un premio per il rischio richiesto (REP) che varia tra il 3,8 % e il 4,3 %. Esistono almeno due ragioni per cui tale classificazione non è valida ai fini della nostra analisi. In primo luogo, presenta delle limitazioni intrinseche trattandosi della valutazione soggettiva di un singolo individuo. Va sottolineato il fatto che anche Fernández propone un valore medio ottenuto in base alla sintesi di 150 manuali (si veda il grafico successivo). In secondo luogo (dato ancora più importante) il suggerimento di utilizzare un

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

valore compreso tra il 3,8 % e il 4,3 % rappresenta una stima del *premio per il rischio attuale e non di quello registrato rispettivamente nel 2000 e 2004*. I valori dei parametri che vanno utilizzati nel modello di valutazione degli attivi finanziari devono essere contemporanei alla data della decisione aziendale (ovvero, ex ante e non ex post). In altre parole, il premio per il rischio adeguato è quello relativo al 2000 (o al 2004), e non al 2009. Relativamente a questo punto, l'articolo di Fernández (2009) offre *effettivamente* delle stime condivise del premio per il REP nel 2000 e 2004. Nello specifico, il valore del REP nel 2004 supera il 6 %, mentre nel 2000 si aggira intorno al 7 %. La nostra stima, calcolata prima della pubblicazione del citato articolo, era corretta e si attestava all'interno di tale range, ovvero al 6,8 %.

«Il grafico successivo illustra l'evoluzione della media mobile (per gli ultimi cinque anni) del premio per il rischio richiesto (REP) utilizzata e raccomandata da 150 manuali di finanza e valutazione».



1.2. *Beta*

Per quanto riguarda il beta, la relazione LECG avanza dei dubbi circa l'uso delle stime fornite da società private specializzate in perizie di valutazione. Di seguito riportiamo i link agli studi cui facciamo riferimento:

Carrere (le informazioni utilizzate sono reperibili alla pagina 5 del seguente rapporto):

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

Studio Babelsberg (cfr. pag. 10)

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

A nostro giudizio, un investitore privato si rivolgerebbe proprio a queste fonti nella ricerca di informazioni per stabilire il valore del beta ex ante. Questi analisti dispongono di competenze specifiche per la valutazione ex ante.

Questi due studi forniscono i beta di una serie di concorrenti molto vicini a Ciudad de la Luz.

Pablo Fernández, l'autore ampiamente citato benché in modo selettivo nello studio elaborato da LECG, ha dedicato buona parte del suo lavoro a dimostrare che i beta storici (come quelli proposti dalla LECG) sono praticamente irrilevanti.

Nel suo articolo «Are calculated betas worth for anything?» (2008, Working paper IESE Business School) Pablo Fernández espone solide argomentazioni contro l'uso dei beta calcolati nelle valutazioni e afferma:

«*Vorremmo sottolineare come, di norma sia un grave errore utilizzare il beta storico quale approssimazione (proxy) del beta atteso. In primo luogo, perché è quasi impossibile calcolare un beta coerente, visto che i beta storici variano in modo drastico da un giorno all'altro; in secondo luogo, perché spesso non possiamo affermare con fiducia statistica sufficiente che il beta di una società sia maggiore o minore rispetto a quello di un'altra; in terzo luogo, perché in molti casi i beta storici hanno poco senso: le società con un profilo di rischio elevato presentano molto spesso dei beta storici inferiori a quelli delle società a basso rischio; in quarto luogo, perché i beta storici dipendono in larga misura dall'indice utilizzato per calcolarli. […]* [1]» (*la sottolineatura è nostra*).

La terza argomentazione addotta da Fernández (2008) serve anche ad illustrare che i beta presentati da LECG non possono essere corretti. Inoltre, Fernández afferma che le società con un rischio elevato presentano anche un elevato valore di beta. È intuitivo: la redditività richiesta per un progetto ad alto rischio (come quello di CDL) dovrebbe essere superiore rispetto a quella offerta da un portafoglio titoli diversificato (ad esempio l'IBEX 35).

[1] Anche Damodaran (Damodaran, Aswath (1994), Damodaran on Valuation. New York: John Wiley and Sons) adotta questo tipo di approccio nel calcolare il beta della Disney. A partire dai dati quotidiani ottiene un beta di 1,33; con quelli settimanali di 1,38; con quelli mensili di 1,33; con quelli trimestrali di 0,44 e con i dati annuali il beta risulta essere di 0,77. Considerando un periodo di tre anni, il valore ottenuto è di 1,04, che ammonta a 1,13 se il periodo è di cinque anni o a 1,18 se è di 10 anni. Il beta dipende dall'indice preso come riferimento comparativo; in tal modo rispetto al Dow 30 si ottiene un beta di 0,99; in rapporto all'indice S&P 500 il beta è di 1,13, e, rispetto al Wilshire 5000, il valore ottenuto è di 1,05.

In un altro articolo focalizzato sul caso della Spagna («On the instability of betas: the case of Spain», 2008, Working paper IESE Business School), Pablo Fernández torna a dimostrare che è un grave errore prendere in considerazione beta calcolati sulla base dei dati storici per il calcolo del rendimento richiesto all'equity.

«Si tratta di un errore per ben sette ragioni:

1. perché i beta calcolati sulla base dei dati storici possono cambiare notevolmente da un giorno all'altro;

2. perché i beta calcolati dipendono in larga misura dall'indice borsistico utilizzato come riferimento del mercato;

3. perché i beta calcolati dipendono in larga misura dal periodo storico utilizzato per il calcolo (cinque anni, tre anni ecc.);

4. perché i beta calcolati dipendono dal tasso di rendimento (mensile, annuale ecc.) utilizzato per il calcolo;

5. perché spesso non sappiamo se il beta di una società è superiore o inferiore a quello di un'altra;

6. perché i beta calcolati presentano una bassa correlazione con il rendimento dei titoli;

7. perché i coefficienti di correlazione (e la dispersione) delle regressioni utilizzate per calcolare i beta sono molto contenuti».

L'articolo menzionato offre numerosi esempi a sostegno di queste sette affermazioni.

2. **Quadro cronologico pertinente**

Nella nostra analisi precedente abbiamo utilizzato il 2004 come anno di riferimento per il calcolo del VAN visto che proprio in quell'anno è stato stanziato l'intero investimento di 199,4 milioni di EURO. Tuttavia potremmo con una certa facilità replicare la nostra analisi per il 2000. Il costo medio ponderato del capitale (WACC) risultante sarebbe superiore rispetto a quello del 2004 ([1]), sia perché il premio per il rischio di mercato era più elevato (in base alle informazioni ottenute da Fernández avrebbe dovuto aggirarsi intorno al 7 %; si veda il punto 1.1, sia a causa di un tasso esente da rischio anch'esso maggiore (che in Spagna si attestava sul 5,53 % nel 2000 ([2])). Quindi, il tasso interno di rendimento (8,84 %) sarebbe comunque stato di molto inferiore rispetto al costo del capitale (e più precisamente: WACC = 5,53 % + 1,59*7 % = 16,66 %).

Possiamo spingerci anche oltre e calcolare il VAN del progetto nel 2000. Considerando tutte le avvertenze già sottolineate nell'ambito dell'analisi precedente (ovvero l'uso dei flussi di cassa al valore nominale e i parametri utilizzati per il calcolo del valore finale, ad eccezione, ovviamente, del WACC), otteniamo il valore attuale netto negativo sotto riportato:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Valore attuale netto
Flusso di cassa	– 46 479	– 69 719	9 005	12 616	6 930	7 710	68 698	
Sconto	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	
Flusso di cassa scontato	– 46 479	**– 59 762,56**	**6 616,67**	**7 946,13**	**3 741,50**	**3 568,16**	**27 252,87**	**– 57 116,22**

([1]) Secondo i nostri calcoli, il costo medio ponderato del capitale nel 2004 era pari al 14,91 %, visto il tasso esente da rischio del 4,1 % e il premio per il rischio di mercato del 6,8 %.

([2]) Cfr.statistiche OCSE.

3. **Indici finanziari**

La relazione LECG concorda con il nostro punto di vista secondo il quale il modello di valutazione degli attivi finanziari (CAPM) costituisce lo strumento idoneo per la valutazione del costo del capitale ex ante. Inoltre, la relazione non fornisce alcuna argomentazione che possa confutare l'uso del rendimento sul capitale investito (ROCE) come variabile sostitutiva del costo medio ponderato del capitale (WACC). Ne consegue che non è necessario ripetere in questa sede il ragionamento già illustrato nella precedente relazione. Ciò nondimeno, può rivelarsi utile ricordare le ragioni per cui il rendimento sul capitale investito costituisce l'indice più idoneo. Poiché la redditività economica di un'azienda si misura ex post in base alla differenza tra la redditività del capitale impiegato e il costo del capitale, è facilmente intuibile che volendo creare un riferimento comparativo basato su dati pregressi dei concorrenti per determinare la redditività minima richiesta dagli investitori, la variabile sostitutiva (proxy) sarebbe il rendimento medio sul capitale investito registrato nel settore.

4. **Estensione dell'investimento ad alberghi e spazi per uffici**

Le affermazioni fatte su questo punto si basano su nuovi elementi probatori, ovvero sei relazioni di valutazione immobiliare. A titolo di osservazione preliminare, vorremmo sottolineare come questi elementi siano stati presentati ex post, in quanto non erano compresi tra le informazioni che gli investitori potenziali avevano avuto a disposizione all'epoca ([1]). In secondo luogo, vorremmo sottolineare che il rapporto di Arthur Andersen si limita a citare la possibilità di costruire un complesso alberghiero (nel corso della III fase) e alcuni edifici per uffici (durante la IV fase). La relazione contiene una stima dei costi associati alla costruzione di alberghi ed uffici, ma nessuna stima delle entrate inerenti tali progetti; mancano quindi le informazioni necessarie per la valutazione della redditività dell'intervento immobiliare. Parimenti, non viene fornito alcun piano aziendale per lo sviluppo delle fasi III e IV. Nel piano aziendale di Consultia IT è presente un unico riferimento indiretto agli alberghi quando viene menzionata una zona destinata a servizi complementari, mentre gli uffici non vengono neppure menzionati. Ancora, la sezione dedicata alle previsioni economiche e finanziarie non tiene conto di tali attività. In altre parole, non sarebbe mai stato presentato agli investitori privati un piano aziendale inerente l'intervento di edificazione. Tutto ciò implica che la valutazione ex ante del progetto avrebbe dovuto basarsi solo sul piano aziendale inerente gli studi cinematografici. Va anche ricordato come tutte le prove pertinenti indichino che il piano aziendale iniziale non contemplava l'edificazione di tali terreni. Non solo, la relazione LECG nell'aprile 2008 affermava in modo esplicito al capitolo 5 (*Valore d'esercizio di un complesso alberghiero e di una zona commerciale a Ciudad de la Luz*), che i dettagli dell'investimento nel complesso dei servizi (alberghi e zona commerciale) non erano stati analizzati in nessuno dei due piani aziendali per le seguenti ragioni: i) i servizi precedentemente citati sarebbero stati costruiti in ogni caso dopo gli studi cinematografici, ii) la redditività degli studi era sufficientemente alta da non rendere necessario analizzare in quel momento flussi di cassa aggiuntivi che il progetto Ciudad de la Luz avrebbe potuto generare.

Le uniche informazioni pertinenti per la valutazione immobiliare derivano dalle offerte ricevute per Ciudad de la Luz nel 2005 per la costruzione e gestione degli hotel e di un'area commerciale, come illustrato nel capitolo 5 summenzionato. Si tratta di una valutazione fatta dal mercato in un periodo contemporaneo alla decisione di investimento, periodo che, va detto, è caratterizzato dal boom edilizio. Come verrà illustrato di seguito, le valutazioni di EUROVAL non forniscono indicazioni adeguate circa il valore dei terreni.

Ai fini del calcolo del VAN includendo questa operazione immobiliare supplementare è possibile utilizzare il prezzo di mercato (il fatto che tale prezzo sia relativamente basso, come ammettono le autorità spagnole, è un'ulteriore prova della scarsa attrattiva che tale edificazione riscuoteva presso gli investitori privati).

La tabella seguente mostra i calcoli del VAN, che comprendono l'intervento immobiliare sulla base delle offerte effettivamente presentate nel 2005 (560 000 EUR l'anno, con l'adeguamento in base all'inflazione, come specificato da LECG). Come si può vedere, il VAN continua ad essere negativo.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Flusso di cassa	– 884	– 1 792	– 2 601	– 118 177	– 55 813	– 25 088	4 462
IPC hotel				1,000	1,021	1,042	1,064
Hotel				560	572	584	596
Totale	– 884	– 1 792	– 2 601	– 117 617	– 55 241	– 24 504	5 058
Sconto	(1 + WACC)^2	1 + WACC	1	1/(1 + WACC)	1/(1 + WACC)^2	1/(1 + WACC)^3	1/(1 + WACC)^4

([1]) La relazione LECG del 25 aprile 2008 è sulla stessa linea, in quanto afferma fin da subito (all'inizio del punto 2.1) che la domanda pertinente per l'applicazione del MEIP è: «*In base alle informazioni disponibili al momento in cui fu realizzato dell'investimento, il progetto offriva una redditività tale da indurre anche un investitore privato ad investirvi?* […] *La decisione di investimento va analizzata da un punto di vista* ex ante».

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

Euroval ha elaborato una serie di relazioni di valutazione immobiliare. Tali relazioni erano state commissionate dalla Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana, ovvero la società che aveva investito nel progetto Ciudad de la Luz (CDL). Le suddette relazioni intendono fornire una valutazione obiettiva dei terreni che sarebbero stati destinati all'edificazione di alberghi e uffici nel complesso CDL. La valutazione si riferisce agli anni 2000, 2002 e 2009. Per ognuno di questi anni sono stati valutati due lotti: uno destinato alla costruzione del complesso alberghiero e l'altro agli edifici adibiti a uffici. In totale, sono state quindi elaborate sei relazioni di valutazione.

Poiché le relazioni utilizzano a grandi linee le stesse metodologie, alcuni dei nostri commenti sono di ordine generale. Quando si fa riferimento ad affermazioni specifiche, viene citata la relazione che le riporta.

La presente nota illustra i limiti delle relazioni summenzionate e giunge alla conclusione che le valutazioni in esse presentate non sono attendibili. Inoltre, la nota sottolinea che la relazione di valutazione è incompatibile con alcune delle affermazioni riportate nei documenti precedentemente presentati dalle autorità spagnole. Infine, suggerisce il tipo di elementi probatori che si sarebbero potuti utilizzare per la stima del valore immobiliare.

4.1. *Le relazioni*

Come si vedrà, Euroval non ha né firmato né timbrato nessuna delle relazioni, circostanza che indica come l'ente non abbia voluto assumersi la responsabilità delle valutazioni presentate.

Le autorità spagnole affermano che le relazioni di valutazione immobiliare elaborate nel 2000 e 2002 non sono conformi ai requisiti fissati dal decreto ministeriale ECO 805/2003 relativo alla valutazione di immobili, «in quanto la loro finalità è diversa rispetto all'ambito di applicazione del decreto» (ad esempio, la pagina 3 della relazione di valutazione degli edifici adibiti per il 2000). Non spiegano i motivi per cui non possa essere applicato il citato decreto ministeriale. Viene altresì menzionato il decreto ministeriale insieme alla legge 6/1998 in materia di valutazione immobiliare (pag. 13 della suddetta relazione). Si argomenta che, trattandosi di una valutazione retrospettiva per il 2000 realizzata nel 2002, «la squadra tecnica incaricata ha la facoltà di applicare gli adeguamenti e le ipotesi di calcolo che ritiene più opportuni per lo scopo perseguito». Ciò nondimeno, non viene specificato quali siano tali adeguamenti ed ipotesi. Non è nemmeno chiaro perché non possa essere applicata la legislazione vigente, soprattutto per quel che concerne la valutazione dei terreni, né viene giustificata la mancata applicazione della legislazione in vigore allora.

La relazione che fornisce la valutazione *attuale* (2009) del lotto destinato alla costruzione di edifici adibiti a uffici riporta un'affermazione ancor più sorprendente. In effetti, sostiene che i metodi di valutazione applicabili in virtù della *legislazione attualmente in vigore* possono essere adattati in quanto: «trattandosi di una valutazione il cui scopo non è quello di ottenere un contributo monetario in quel momento, la squadra tecnica incaricata ha la facoltà di

applicare gli adeguamenti e le ipotesi di calcolo che ritiene più opportuni per lo scopo perseguito». In altre parole, poiché la valutazione non porterà a una transazione economica, i metodi di valutazione applicabili per legge possono essere modificati. Per essere più precisi, poiché non ci sono transazioni reali/monetarie in gioco, la squadra tecnica ammette di prendere in considerazione l'ipotesi di introdurre gli adeguamenti che ritiene più idonei allo «scopo perseguito».

Non sorprende, pertanto, che Euroval non si assuma in modo ufficiale la responsabilità delle sei relazioni.

4.1.a Relazioni relative alla costruzione di edifici adibiti a uffici (lotto NNT)

Le relazioni avrebbero dovuto altresì spiegare in modo più chiaro cosa implica il fatto che la destinazione dei terreni sia «ad uso terziario».

Il limite più eclatante di queste relazioni è il modo in cui vengono stabiliti i prezzi di riferimento comparativi per gli edifici destinati a uffici nel complesso Ciudad de la Luz. Alla pagina 18 della relazione relativa al 2000 vengono elencate nove transazioni, compreso il prezzo pagato per metro quadrato. Tali operazioni sono avvenute tra il dicembre 1999 e il settembre 2000 e il prezzo medio a metro quadrato era pari a 1 111,7 EUR. È stato questo il valore di riferimento comparativo utilizzato per lo spazio destinato a uffici del complesso Ciudad de la Luz.

Il complesso Ciudad de la Luz sorge alla periferia della città di Alicante, nelle immediate vicinanze di una zona industriale. Le nove transazioni succitate si riferiscono invece a uffici (con una superficie media di 115,26 metri quadrati) siti nelle vie commerciali più prestigiose di Alicante. Il ricorso a tali transazioni per stabilire un riferimento comparativo per i 66 576,54 m^2 di superficie costruita prevista presso Ciudad de la Luz è semplicemente privo di senso.

La relazione fa uso dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) spagnolo per deflazionare i valori correnti. In particolare, ricorre all'IPC per deflazionare una valutazione corrente dei terreni fino al 2000 (pag. 24). Facciamo rilevare che, come il nome stesso suggerisce, l'IPC non comprende l'inflazione del prezzo degli attivi; l'indice viene calcolato sulla base di un paniere di beni di consumo. Per le ragioni illustrate di seguito, l'utilizzo di questo indice per deflazionare i valori dei terreni e/o dei beni immobili è lungi dall'essere privo di rischi.

Com'è ben noto, la Spagna aveva vissuto uno straordinario boom edilizio protrattosi per oltre un decennio (in buona misura, i problemi macroeconomici che oggi la affliggono sono proprio riconducibili a quella bolla). Per tale ragione, i prezzi dei terreni sono aumentati ad una velocità di gran lunga superiore rispetto all'IPC generale.

Secondo le statistiche elaborate dal ministero per gli alloggi del governo Spagnolo (Ministerio de Vivienda, http://www.mviv.es/es/), il prezzo degli immobili nella provincia di Alicante era aumentato del 122,2 % nel periodo compreso tra il primo trimestre del 2000 e il terzo trimestre del 2009 (tale periodo è stato scelto in quanto coincidente con quello utilizzato dal rapporto redatto da Euroval nel 2000: da gennaio 2000 ad agosto 2009). Basta far scorrere lo sguardo sulla serie temporale per constatare come il ritmo di crescita del prezzo delle abitazioni abbia raggiunto il suo apice nel periodo considerato.

Questa stessa fonte statistica fornisce inoltre dati sul prezzo dei terreni; sfortunatamente, la serie comincia solo nel 2004. Nel primo trimestre di quell'anno, il prezzo medio a metro quadrato del suolo urbano nella provincia di Alicante si attestava sui 234,3 EUR/m^2. Nello stesso periodo, il prezzo medio a metro quadrato del suolo urbano nei comuni di oltre 50 000 abitanti nella provincia di Alicante era pari a 464,9 EUR/m^2.

Visto che il prezzo dei terreni edificabili sul suolo urbano è strettamente correlato al prezzo delle abitazioni, è possibile avere una buona approssimazione al deflatore del prezzo dei terreni nel periodo compreso tra il primo trimestre del 2000 e il quarto trimestre del 2003 verificando l'inflazione dei prezzi delle abitazioni in quel periodo. Secondo il ministero per gli alloggi, tra il primo trimestre del 2000 e il terzo trimestre del 2003, il prezzo delle abitazioni è aumentato dell'80,1 % nella provincia di Alicante.

Perciò, indipendentemente dalla scelta di far riferimento al prezzo medio dei terreni per l'insieme della provincia (234 EUR/m^2 nel primo trimestre 2004) o al prezzo medio nei comuni di maggiori dimensioni (464,9 EUR/m^2 in quello stesso periodo), l'applicazione di un deflatore di questa portata (pari a circa il ± 80 %) ottiene come risultato un prezzo dei terreni nel primo trimestre del 2000 molto inferiore rispetto al rapporto di Euroval.

Inoltre, vale la pena di ricordare che, per quanto riguarda l'evoluzione dei prezzi, le relazioni si contraddicono tra loro. Come è già stato detto, a pagina 18 della relazione per il 2000, vengono elencate nove transazioni, incluso il prezzo pagato al metro quadrato. Tali operazioni sono avvenute tra il dicembre 1999 e il settembre 2000 e il prezzo medio al metro quadrato è stato di 1 111,7 EUR. Questo è il valore preso come riferimento comparativo per l'area destinata a uffici del complesso Ciudad de la Luz.

La relazione del 2009 ricorre alla stessa metodologia. A pagina 18 vengono elencate sette transazioni avvenute tra aprile 2007 e dicembre 2008. Il valore medio di tali operazioni è di 2 736,22 EUR al metro quadrato. Così, il rapporto del 2009 fornisce prove decisive del fatto che l'inflazione sul prezzo degli immobili superava abbondantemente il 33,5 % utilizzato per la relazione relativa al 2000. Se si paragonano le due relazioni, si ottiene un'inflazione del 146,1 %, il che coincide perfettamente con le relazioni del ministero per gli alloggi: tra il primo trimestre del 2000 e il secondo trimestre del 2008 (periodo in cui si sono concentrate la maggior parte delle transazioni citate nel rapporto del 2009), il prezzo delle abitazioni nella provincia di Alicante era aumentato del 152,1 % circa.

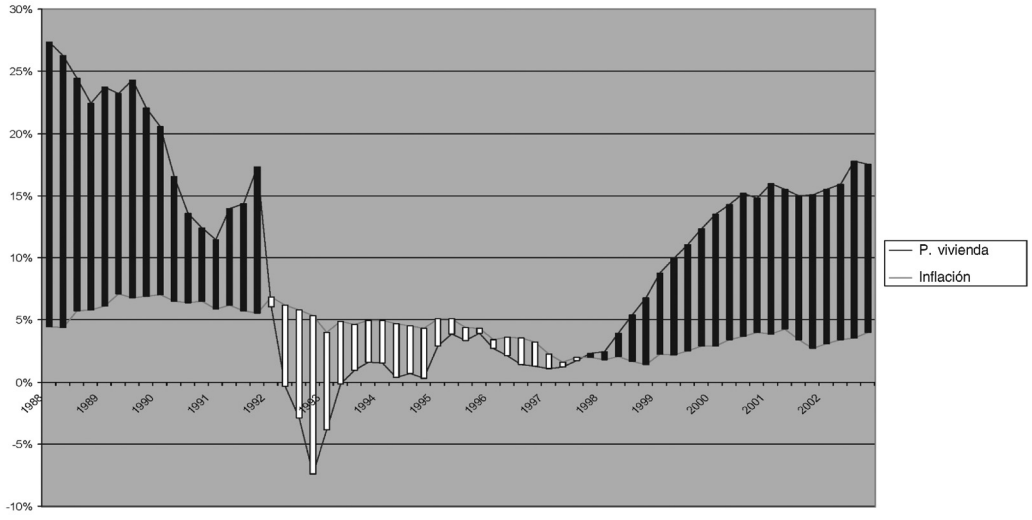
Il fatto che i dati contenuti nel rapporto del 2009 siano stati deflazionati del 15 % per la determinazione dei prezzi correnti non altera il quadro globale considerando le grandezze in gioco.

A titolo di commento *a latere*, vorremmo ribadire come l'utilizzo di prezzi degli uffici di piccole metrature e ubicati nel centro di Alicante per fissare un riferimento comparativo per il complesso di Ciudad de la Luz sia assolutamente privo di senso.

Occorre tenere presente altri due elementi. In primo luogo, nei periodi di boom del mercato immobiliare, il prezzo dei terreni cresce di norma più rapidamente rispetto a quello finale delle abitazioni. In ogni caso, l'indice dei prezzi delle abitazioni sottostima l'inflazione del prezzo dei terreni. In secondo luogo, è probabile che il prezzo medio dei terreni nei centri urbani di maggiori dimensioni non sia rappresentativo dei prezzi dei terreni situati in aree come quelle dove sorge il complesso CDL. Inoltre, la maggior parte dei dati utilizzati per l'elaborazione del prezzo medio sono tratti da quelli di terreni situati nei centri urbani o nelle immediate vicinanze (ad esempio nelle zone residenziali suburbane); CDL è ubicata fuori dalla città in una area dove la concentrazione residenziale è scarsa o inesistente.

Infine, l'inflazione del prezzo delle abitazioni può essere verificata sul materiale utilizzato per la formazione degli studenti del secondo anno dell'Università Carlos III di Madrid, disponibile su: http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/, materiales, Tema I, diapositiva 67, che riproduciamo di seguito. Questa prova grafica rappresenta una ulteriore conferma del fatto che il prezzo delle abitazioni è aumentato ad un ritmo ben superiore rispetto a quello dell'IPC.

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



Fonte originale: LA VIVIENDA EN ESPAÑA: DESGRAVACIONES, BURBUJAS Y OTRAS HISTORIAS, José García Montalvo1

In tutte le relazioni, le argomentazioni addotte per dimostrare che i costi dell'intervento immobiliare sono inesistenti appaiono assai deboli, visto che è necessario farsi carico di diversi costi aggiuntivi.

Infine, nel caso del complesso per uffici (NNT), la differenza del 35 % (2002) o superiore al 50 % (2000) tra i valori ottenuti attraverso i metodi di valutazione (il metodo residuale dinamico e l'aumento dell'IPC) è indicativa della natura altamente speculativa dell'esercizio.

4.1.b Relazioni inerenti la valutazione del terreno destinato alla costruzione di un complesso alberghiero (lotto NNH)

Le relazioni del 2000 e del 2002 relative al secondo lotto (NNH) presentano gli stessi limiti (uso di un deflatore inadeguato, mancanza di una giustificazione per la mancata applicazione dei metodi previsti dalla legislazione spagnola ecc.). Come già detto, nessuna di queste relazioni è firmata o timbrata.

Vale la pena, in ogni caso, di fare alcune osservazioni supplementari. Le relazioni del 2000 e del 2002 fissano alcuni prezzi di riferimento per le stanze d'albergo ricorrendo a tariffe medie. Tuttavia, non viene citata la fonte e non è chiaro se si riferiscano alla sola provincia di Alicante (relazione del 2002) o alla Comunità Valenciana nel suo insieme (relazione del 2000).

I prezzi medi risultanti sono di 44,95 EUR/notte secondo la relazione del 2000 e di 47,65 EUR/notte secondo quella del 2002. Benché non sia stata fornita la fonte di tale affermazione, sembrano non discordare dai precedenti.

Tuttavia, la relazione del 2009 fornisce un elenco di sei alberghi situati in ottima posizione (tutti a quattro o cinque stelle) per stabilire un prezzo a titolo di riferimento comparativo. Tale prezzo viene fissato a 104 EUR/notte. Non viene spiegato per quale motivo la metodologia impiegata per stabilire i prezzi di riferimento comparativi sia diversa da quella usata per le relazioni del 2000 e 2002.

Cosa ancor più importante, non è facile capire come mai tale analisi si sia concentrata solo su alberghi a quattro e cinque stelle. Ci sono forse indizi che possa esistere una domanda di hotel di questa categoria alla periferia di Alicante, nei pressi di un'autostrada e di una zona industriale?

A tale proposito è abbastanza rivelatore il fatto che sia stato omesso l'albergo vicino al complesso CDL. Si tratta di un hotel della catena IBIS, che offriva tariffe a partire da 49 EUR a notte *nell'estate 2010* (http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml, consultato il 24 febbraio 2010). Un'ulteriore prova: per appartamenti di lusso nelle vicinanze di un campo da golf (e relativamente vicino alla CDL) la richiesta era di 80 EUR a notte nell'agosto 2010 (alta stagione, su http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, consultato il 24 febbraio 2010).

La relazione del 2009 relativa al lotto NNH contiene a sua volta affermazioni sorprendenti. Inizialmente si è favorevolmente sorpresi nello scoprire che il metodo utilizzato per la realizzazione della valutazione rispetti i requisiti di legge (a pag. 13 si afferma: «A titolo di riferimento metodologico vengono stabiliti, da una parte, i criteri previsti dal decreto ministeriale ECO 805/2003 sulla valutazione dei beni immobili, e dall'altra, la legge 6/1998 del 13 aprile sulla valutazione del suolo, trattandosi di una valutazione il cui scopo è conoscerne il valore odierno»). Tuttavia, a pagina 25 si scopre che, in fin dei conti, la relazione di valutazione *non* è conforme ai requisiti stabiliti dal decreto ministeriale: «In ottemperanza con quanto previsto dall'articolo 61.1 comma b) del decreto ECO 805/2003 di marzo 2003 in materia di valutazione dei beni immobili, segnaliamo che la presente relazione di valutazione non è formalmente conforme a tale normativa, poiché la sua finalità esula dall'ambito di applicazione della stessa»(«*por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma*»).

Analogamente, vale la pena di sottolineare che esiste una enorme differenza tra le stime del prezzo a metro quadrato per i due lotti (NNH e NNT). Pur non negando che le destinazioni d'uso previste (uffici da una parte e alberghi dall'altra) possano spiegare in parte tale differenza, il divario continua ad essere spropositato. Nel caso del lotto destinato alla costruzione degli hotel i valori sono compresi tra 144,12 EUR/m2 nel 2000 e 188,35 EUR/m^2 nel 2009. Per il lotto destinato a uffici gli ordini di grandezza variano tra i 491,64 EUR/m^2 del 2000 fino a 800 EUR/m^2 del 2009. Come si può spiegare questa significativa differenza nell'evoluzione dei prezzi (inflazione) di questi due lotti attigui? Come è possibile spiegare un divario che supera il 300 %?

Dobbiamo forse concluderne che tale differenza sia dovuta al fatto che la metodologia utilizzata per la valutazione del lotto destinato alla costruzione di alberghi è più vicina alle disposizioni di legge? O va attribuita alla maggior trasparenza del prezzo di un pernottamento in albergo?

Si afferma inoltre che i costi variabili rappresentano circa il 50 % delle entrate (ad esempio alle pagine 18-19 della relazione del 2009). Da dove scaturisce la stima di margini così elevati?

I costi di edificazione vengono calcolati sulla base di un modulo dei prezzi di riferimento. Per le relazioni relative al 2000 e al 2002 vengono utilizzati i dati corretti. Nella relazione del 2009 si ricorre invece ai dati del 2006. Per quale ragione?

4.2. *Premi per il rischio*

Si osserva altresì che le relazioni riconoscono che l'investimento in strutture alberghiere presenta un maggior grado di rischio rispetto a quello in edifici da adibire ad uffici (cfr. le pagine 12 e 26 del rapporto del 2000). Le autorità spagnole avevano previsto fin dall'inizio la costruzione di un complesso alberghiero.

Analogamente la relazione rileva che il tasso di sconto o attualizzazione (*tipo de actualización*) è costituito dalla seguente formula (pag. 16 della relazione del 2000):

i = Tasso esente da rischio + premio per il rischio

Sulla medesima pagina, è riportata una tabella indicante i premi per il rischio minimi applicabili. I premi in questione superano la redditività ex ante attesa per l'investimento in Ciudad de la Luz.

Infine, il premio per il rischio utilizzato nei calcoli che sono riportati a pag. 21 della relazione del 2000 (circa il 10 %) è inferiore a quello indicato nella relativa tabella a pagina 16 (circa l'11 %).

4.3. *Valutazioni credibili*

Per ottenere una valutazione credibile dei terreni sarebbe stato necessario fornire valutazioni relative all'incirca a 2000 diversi lotti con analoghe caratteristiche in termini di dimensioni e posizione (vicini alla zona industriale di Aguas Amargas), destinati a uso terziario o alberghiero.