II

(Įstatymo galios neturintys teisės aktai)

SPRENDIMAI

KOMISIJOS SPRENDIMAS

2012 m. gegužės 8 d.

dėl valstybės pagalbos SA.22668 (C 8/08 (ex NN 4/08))

(pranešta dokumentu Nr. C(2012) 3025)

(Tekstas autentiškas tik ispanų kalba)

(Tekstas svarbus EEE)

(2013/126/ES)

EUROPOS KOMISIJA,

atsižvelgdama į Sutartį dėl Europos Sąjungos veikimo, ypač į jos 108 straipsnio 2 dalies pirmą pastraipą,

atsižvelgdama į Europos ekonominės erdvės susitarimą, ypač į jo 62 straipsnio 1 dalies a punktą,

pakvietusi suinteresuotąsias šalis pateikti savo pastabas pagal minėtas nuostatas ([1]) ir atsižvelgdama į jų pastabas,

kadangi:

I. PROCEDŪRA

(1) 2007 m. vasario 22 d. Komisija iš skundo pateikėjo A ([2]) gavo skundą dėl valstybės pagalbos, t. y. dėl paramos, kurią Valensijos regionas tariamai suteikė *Ciudad de la Luz* kino studijoms. 2007 m. kovo 15 d. skundo pateikėjas A patvirtino, kad jo skundas gali būti persiųstas Ispanijos institucijoms.

(2) 2007 m. balandžio 10 d. Komisija persiuntė Ispanijos institucijoms visą skundą ir paprašė suteikti informaciją apie tariamą pagalbą. Komisijai anksčiau nebuvo pranešta apie jokias paramos Valensijos kino pramonės sektoriui priemones, kurioms būtų prašoma patvirtinti valstybės pagalbą.

(3) 2007 m. balandžio 18 d. paprašiusios pratęsti terminą (terminas pratęstas balandžio 24 d.), 2007 m. birželio 15 d. Ispanijos institucijos pateikė atsakymą į Komisijos prašymą suteikti informaciją.

(4) 2007 m. balandžio 30 d. skundo pateikėjas A pateikė nuorodas į leidinyje *Variety* paskelbtus straipsnius, kuriuose tariamai skelbiamos filmų gamybos subsidijos, siūlomos už filmavimą Valensijoje, ir patvirtinama, kad *Ciudad de la Luz* pritraukia didelio biudžeto filmų gamybos projektus ([3]).

(5) 2007 m. liepos 13 d. Komisija paprašė Ispanijos institucijų pateikti papildomą informaciją. 2007 m. liepos 18 d. paprašiusios pratęsti terminą (terminas pratęstas liepos 19 d.), 2007 m. spalio 8 d. Ispanijos institucijos pateikė atsakymą į Komisijos prašymą suteikti informaciją.

(6) 2007 m. liepos 15 d. Komisija gavo skundo pateikėjo B ([4]) skundą. Gavusi skundo pateikėjo sutikimą, 2007 m. rugpjūčio 2 d. Komisija persiuntė jo skundą Ispanijos institucijoms.

(7) 2008 m. vasario 13 d. raštu Komisija pranešė Ispanijos institucijoms nusprendusi dėl šios pagalbos pradėti Sutarties dėl Europos Sąjungos veikimo 108 straipsnio 2 dalyje nustatytą procedūrą. 2008 m. balandžio 28 d. Ispanija pateikė atsakymą į šį raštą.

(8) Komisijos sprendimas pradėti procedūrą paskelbtas *Europos Sąjungos oficialiajame leidinyje* ([5]). Komisija pakvietė suinteresuotąsias šalis pateikti savo pastabas dėl šios pagalbos.

([1]) OL C 134, 2008 5 31, p. 21.

([2]) Skundo pateikėjas A yra didelė Europos kino studija. Jis paprašė jo tapatybės viešai neatskleisti.

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

([4]) Skundo pateikėjas B yra stambus Europos kino pramonės sektoriaus dalyvis. Jis taip pat paprašė viešai neatskleisti jo tapatybės.

([5]) Žr. 1 išnašą.

(9) Komisija gavo suinteresuotųjų šalių pastabas ir 2008 m. spalio 3 d. persiuntė jas Ispanijai. Ispanijos institucijų pastabos gautos 2008 m. lapkričio 21 d. ir gruodžio 29 d.

(10) Po 2009 m. vasario 11 d. Komisijos ir Ispanijos institucijų surengto susitikimo 2009 m. kovo 30 d. Ispanija pateikė papildomą informaciją.

(11) 2009 m. rugpjūčio 26 d. Komisija nusiuntė Ispanijai dar vieną prašymą suteikti informaciją, į kurį Ispanijos institucijos atsakė 2009 m. spalio 20 d., o papildomą informaciją pateikė 2010 m. vasario 1 d.

(12) 2011 m. gegužės 24 d. Komisija nusiuntė Ispanijai dar vieną prašymą suteikti informaciją ir pranešė Ispanijai apie nepriklausomo ekonominio konsultanto (*Ecorys*) skyrimą. 2011 m. birželio 7 d. Ispanija pateikė atsakymą. Komisija Ispanijai atsakymą pateikė 2011 m. liepos 22 d.

(13) 2011 m. rugpjūčio 1 d. Komisija nusiuntė Ispanijai savo galutinį prašymą suteikti informaciją, prie kurio pridėjo *Ecorys* ataskaitą. 2011 m. spalio 3 d. Ispanija pateikė savo pastabas dėl *Ecorys* ataskaitos. 2012 m. balandžio 11 d. Ispanija pateikė papildomus duomenis apie viešąsias investicijas į *Ciudad de la Luz SAU*.

II. **IŠSAMUS APRAŠYMAS**

(14) *Ciudad de la Luz* yra didelis kino studijos kompleksas, įsikūręs prie pat Alikantės (Valensija). Valensijos regiono Vyriausybė (isp. *Generalitat Valenciana*) savo pirminį sprendimą investuoti į *Ciudad de la Luz* projektą priėmė 2000 m. spalio 24 d.

(15) *Ciudad de la Luz SA* įsteigta 2000 m. lapkričio 2 d. Jos tikslas buvo vykdyti būtiną *Ciudad de la Luz* centro rėmimo, jo organizavimo ir valdymo veiklą, įskaitant garso ir vaizdo bei kinematografijos įrenginių statybą, valdymą ir eksploatavimą, taip pat kitą susijusią pramogų ir apgyvendinimo veiklą.

(16) 75 % pradinio *Ciudad de la Luz SA* 600 000 EUR dydžio akcinio kapitalo priklausė *Parque Temático de Alicante SAU*, kuri vėliau tapo *Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU* (SPTCV). SPTCV yra valstybės sektoriaus subjektas, vykdantis investicinę veiklą Valensijos regiono Vyriausybės vardu. Likę 25 % priklausė *Producciones Aguamarga SL* – privačiai įmonei, kuri buvo atsakinga už likusius statybos darbus, *Ciudad de la Luz* reklamavimą ir studijų valdymą.

(17) 2001 m. lapkričio mėn. akcinis kapitalas buvo padidintas iki 9 mln. EUR; visas papildomas akcijas įsigijo SPTCV, padidinusi turimą akcijų paketą iki 98,4 %. 2003 m. vasario mėn. ir 2004 m. gegužės mėn. SPTCV, panašiai įsigijusi naują akcinį kapitalą, dar padidino turimą akcijų paketą. 2004 m. liepos mėn. *Producciones Aguamarga* pardavė turėtus 0,2 % *Ciudad de la Luz* SA akcinio kapitalo ([6]) SPTCV (už 139 059 EUR). Nuo tada Valensijos regiono Vyriausybė per SPTCV valdo 100 % *Ciudad de la Luz SAU* akcinio kapitalo. Nuo to laiko *Ciudad de la Luz SAU* yra valstybinė įmonė, kuri visa priklauso SPTCV, ir dėl konkursų ir finansų priežiūros jai taikoma viešoji teisė. Tačiau *Producciones Aguamarga* ir toliau valdė *Ciudad de la Luz*.

(18) Filmuoti kino studijos komplekse pradėta nuo 2005 m. rugpjūčio mėn. Didžiausiems kino produkcijos projektams vykdyti suprojektuoto komplekso statyba pradėta 2002 m. ir padalyta į tris etapus:

— 1 etapas (užbaigtas): 6 garso įrašymo paviljonai su oro kondicionavimu, kurių bendras plotas sudaro 11 000 m^2, pagalbiniai gamybos pastatai, 15 050 m^2 ploto dirbtuvės (sandėliai) ir 2 lauko filmavimo aikštelės (filmavimo aikštelės po atviru dangumi), kurių bendras plotas – 14 hektarų,

— 2 etapas (užbaigtas pradėjus oficialų tyrimą): viešojo maitinimo patalpos ir įranga, administracinis pastatas, postprodukcijos laboratorija ir trečia 5 hektarų ploto lauko filmavimo aikštelė (filmavimo aikštelė po atviru dangumi) su filmavimo vandenyje rezervuaru,

— 2B etapas (darbai nepradėti): didelis gilus vandens rezervuaras su matomuoju horizontu,

— 3 etapas (darbai nepradėti): 5 000 m^2 garso įrašymo paviljonas (kuris turėjo būti didžiausias pasaulyje), dar viena filmavimo aikštelė po atviru dangumi ir 4 televizijos studijos.

(19) Studijos komplekse taip pat įsikūręs universiteto audiovizualinės produkcijos (kino, televizijos, radijo, interneto) fakultetas, kuriame siūlomos magistrantūros programos, apimančios visus gamybos aspektus (meno, techninės rinkodaros, komunikacijos). Į 2000 m. parengtus pradinius planus taip pat buvo įtrauktos kitos papildomos

([6]) 2004 m. spalio 7 d. perdavus kapitalą, *Ciudad de la Luz SA* tapo *Ciudad de la Luz SAU*, vieninteli akcininką turinčia įmone (isp. *sociedad anónima unipersonal*), kurios visas akcinis kapitalas priklausė SPTCV.

investicijos į gretimus prekybos centrus, viešbučius ir sporto kompleksą, iš kurių projektui turėjo būti gauta teigiamų pinigų įplaukų, bet kurie iki šiol nebuvo pastatyti. Nors 2004 m. *Generalitat* skyrė reikalingą žemę ir 2005 m. buvo paskelbti kvietimai dalyvauti konkurse dėl šios veiklos valdymo koncesijos pagrindu, pasiūlymai nebuvo pakankamai patrauklūs ir papildomos investicijos nebuvo atliktos.

(20) Dėl tam tikrų naujausių *Ciudad de la Luz* įrenginių aspektų studija didelio biudžeto filmų gamybos pajėgumo požiūriu gerokai pranašesnė už keletą konkuruojančių didelių Europos kino studijų. Pavyzdžiui, 5 000 m^2 garso įrašymo paviljonas, numatytas pirminiuose *Ciudad de la Luz* planuose, būtų buvęs didžiausias pasaulyje ([7]). Komisija pažymi, kad dideli garso įrašymo paviljonai svarbūs tik dideliems kino produkcijos projektams.

(21) Dar visai neseniai studiją valdė *Aguamarga Gestión de Estudios SL*, kuri mainais už atlygį, pagrįstą su akcininku sudaryta daugiamete valdymo sutartimi, tarpininkavo kino studijai.

SPTCV atliktos viešosios investicijos ir* Ciudad de la Luz *verslo planai

(22) Prieš pradedant statybos darbus 1999–2000 m. trečiųjų šalių konsultantai, atlikę keturis tyrimus, informaciją apie kuriuos Ispanija pateikė vykstant oficialaus tyrimo procedūrai, išnagrinėjo galimybes plėtoti *Ciudad de la Luz*, plėtojimo mastą ir strategines komplekso plėtojimo gaires.

(23) Šiuose tyrimuose nagrinėtos perspektyvos daugėti kino produkcijos projektų ([8]), palygintos kitos Valensijos regiono vietovės, kuriose būtų galima statyti kino studijas ([9]), ir pateikta preliminari kino studijos komplekso analizė ([10]) bei verslo planas ([11]). Prieš Komisijai priimant sprendimą pradėti oficialų valstybės pagalbos tyrimą dėl šio projekto Ispanijos institucijos šios informacijos nebuvo pateikusios. 2008 m. vasario 22 d. sprendime pradėti procedūrą teikiami duomenys paimti iš tyrimo (kurį atliko *Consultia*), kuris, kaip Ispanijos institucijos pranešė Komisijai, buvo atliktas 2002 m. Tačiau priėmus sprendimą pradėti procedūrą Ispanija Komisijai vėliau pranešė, kad šis tyrimas buvo atliktas 2004 m.

(24) *Arthur Andersen* parengto 2000 m. verslo plano išvados ([12]) buvo teigiamos, įskaitant išvadas dėl komplekso pelningumo perspektyvų vidutinės trukmės ir ilguoju laikotarpiu. Teigiami kino studijos projekto grynųjų pinigų srautai dokumentais buvo patvirtinti penkeriems metams (2002–2006 m.) po studijos pastatų, konferencijų salės bei Kino ir televizijos fakulteto statybos užbaigimo.

(25) Apytikriais skaičiavimais, šių etapų statybos kaina buvo 16,9 mlrd. pesetų (101,7 mln. EUR). Žemės sklypų kaina nebuvo įskaičiuota ir verslo plane nurodyta, kad apskaičiuotos sąnaudos nuo tikrųjų sąnaudų gali skirtis +/- 30 %. Paskesni etapai projektui užbaigti nebuvo įkainoti.

(26) Remdamasi šiuo verslo planu, 2000–2004 m. SPTCV, dalyvaudama akcinio kapitalo didinimo procedūrose ir skirdama žemės sklypus, atliko arba skyrė *Ciudad de la Luz* investicijas, kurių bendra suma sudarė 104 259 759 EUR. Išsamesnės informacijos žr. 53 konstatuojamojoje dalyje.

(27) Statyba truko dvejus metus ilgiau negu tikėtasi, investiciniai planai buvo pakeisti ir investicijas planuota gerokai padidinti, todėl 2004 m. *Ciudad de la Luz*/SPTCV užsakė *Consultia* atlikti naują tyrimą ir parengti naują verslo planą ([13]). *Consultia* tyrime dėl projekto pelningumo taip pat padaryta teigiama išvada ir 2004–2014 m. verslo plane nurodyta, kad SPTCV investicijų grąža iki 2014 m. ir ilgesniu laikotarpiu bus teigiama.

(28) 2004 m. liepos mėn. SPTCV už 139 059 EUR išpirko *Ciudad de la Luz SA* dalį, kurią valdė *Producciones Aguamarga SL*. Kitaip nei SPTCV, *Producciones Aguamarga SL* po savo pradinės 150 000 EUR investicijos, kuri buvo atlikta 2000 m. lapkričio mėn., jokių papildomų investicijų į *Ciudad de la Luz* SA neatliko. Taigi *Ciudad de la Luz SA* dalis, kurią valdė *Producciones Aguamarga SL*, iki to laiko, kai ją įsigijo SPTCV, sumažėjo iki 0,2 %. Po šio sandorio įmonė tapo visiškai valdoma valstybės, todėl tapo *Ciudad de la Luz SAU*.

([7]) Šaltinis: *Hollywood Reporter* straipsnis *Let there be light*, 2006 m. spalio 31 d.: http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371.

([8]) 2008 m. balandžio 28 d. Ispanijos atsakymo I priedas *La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento* (*Estudios e Investigationes Audiovisuales*, 1999 m. sausio mėn.).

([9]) 2008 m. balandžio 28 d. Ispanijos atsakymo IV priedas *Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana. Santrauka* (*PriceWaterhouseCoopers*, 2000 m. sausio 30 d.).

([10]) 2008 m. balandžio 28 d. Ispanijos atsakymo II priedas *Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana. Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto* (*Arthur Andersen*, data nenurodyta).

([11]) 2008 m. balandžio 28 d. Ispanijos atsakymo III priedas *Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana*(*Arthur Andersen*, data nenurodyta).

([12]) Žr. 10 išnašą.

([13]) 2008 m. balandžio 28 d. Ispanijos atsakymo VI priedas *Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004–2014* (*Consultia IT*, 2004 m. gegužės 7 d.).

(29) Remdamasi pakeistu darbų tvarkaraščiu ir verslo planu, SPTCV, kaip vienintelė akcininkė, suteikė dvi dalyvavimo paskolas: 95 mln. EUR 2005 m. ir 20 mln. EUR 2007 m. Iš 2010 m. gruodžio 31 d. *Ciudad de la Luz SAU* sąskaitų, kurias Ispanijos institucijos pateikė 2012 m. balandžio mėn., matyti, kad toliau SPTCV 2008–2010 m. investavo iš viso 45 829 840 EUR į konvertuojamąsias obligacijas. Iš šių sąskaitų taip pat matyti, kad SPTCV už 2009 ir 2010 m. mokėtinos 2005 ir 2007 m. dalyvavimo paskolų palūkanos sudarė iš viso 7 222 160 EUR. Be to, iki 2010 m. gruodžio 31 d. susikaupė 1 814 187 EUR nesumokėtų konvertuojamųjų obligacijų palūkanų suma. Taigi SPTCV viešųjų lėšų investicijos į *Ciudad de la Luz*, įskaitant už suteiktas paskolas mokėtinas palūkanas, iki 2010 m. pabaigos sudarė iš viso 274 125 946 EUR.

Ciudad de la Luz *komercinė strategija ir veiklos rezultatai*

(30) Pagal 2000 m. verslo planą *Ciudad de la Luz* siekė tapti studijos kompleksu, kuris turėtų antrą didžiausią pajėgumą Europoje (po *Pinewood*), ir pritraukti Ispanijos projektus (kino, televizijos ir reklamos); papildomai buvo nustatytas tikslas pritraukti šešiolika užsienio (ES ir JAV) filmų gamybos projektų per metus. 2004 m. atnaujintame verslo plane laikytasi nuomonės, kad vienas iš strateginių *Ciudad de la Luz* tikslų turėtų būti didelių jos pagrindinių klientų filmų ir televizijos laidų projektų įgyvendinimas.

(31) 2004 m. verslo plane pagrindiniais tarptautiniais *Ciudad de la Luz* konkurentais laikytos didelės ne JAV įsikūrusios studijos, visų pirma tos, kurios turi panašumų į *Ciudad de la Luz*, būtent *Pinewood-Shepperton* (Jungtinė Karalystė), *Cinecitta* (Italija), *Barrandov* (Čekija), *Babelsberg* (Vokietija), *Cinecite Montreal & Lions Gate* (Kanada) ir *Warner Roadshow & Fox* (Australija).

(32) Pradiniame 2000 m. verslo plane numatyti planuojami studijos paslaugų (pvz., filmavimo aikštelės po atviru dangumi nuomos, dirbtuvių) tarifai atitiko panašių ES studijų (t. y. Jungtinės Karalystės *Shepperton* ir *Elstree*, Vokietijos *Babelsberg*) taikytų tarifų intervalą. 2004 m. atnaujintame verslo plane taip pat pateikiamas strateginis kainodaros modelis, kuriame remiamasi tarptautiniu mastu pripažintų studijų taikomais tarifais, maždaug 15–20 % mažesniais nei pripažintų lyderių (JAV ir Jungtinės Karalystės *Pinewood*), bet 50–100 % didesniais nei ES studijų (Čekijos *Barrandov* ir Vokietijos *Babelsberg*).

(33) Praktikoje nacionaliniai ir tarptautiniai *Ciudad de la Luz* verslo strategijos tikslai nebuvo įgyvendinti. Iš 33 *Ciudad de la Luz* 2005–2009 m. sukurtų filmų 28 buvo Ispanijos filmų gamybos projektai ir tik 5 – bendros ES filmų gamybos projektai (dalyvaujant Graikijai, Prancūzijai). Išskyrus atsitiktinius įsimintinus įvykius, kai buvo įgyvendinti dideli bendros Europos filmų gamybos projektai, kaip antai *Asteriksas olimpinėse žaidynėse*, o neseniai – bendros JAV ir Ispanijos filmų gamybos projektas, praktikoje filmai, sukurti *Ciudad de la Luz* nuo jos atidarymo 2005 m. rugpjūčio mėn., daugiausia buvo nacionaliniai Ispanijos filmų projektai.

(34) Nors 2004 m. verslo plane pateiktose perspektyvose buvo nustatyta, kad pirmieji (kuklūs) teigiami metinės veiklos rezultatai bus pasiekti 2010 m., komercinė *Ciudad de la Luz* veikla iki šiol yra nuostolinga. Iki 2010 m. pabaigos *Ciudad de la Luz* susikaupė 84 mln. EUR nuostolių, nors 2004 m. verslo plane prognozuota, kad iki tos dienos bus gautas 12 mln. EUR bendras pelnas. Palyginti su minėtomis studijomis, *Ciudad de la Luz* iki šiol nepavyko pritraukti tiek ne Ispanijos gamybos projektų, kiek planuota, ir netgi kalbant apie Ispanijos projektus rezultatai yra prastesni negu tikėtasi. Veiklos nuostoliai taip pat yra didesni negu tikėtasi.

Pagrindas pradėti procedūrą

(35) Pradėti tyrimą Komisiją paskatino 2007 m. gautas skundo pateikėjo A pateiktas skundas, taip pat vėliau gautas skundo pateikėjo B skundas; abu skundų pateikėjai yra svarbūs kino sektoriaus dalyviai įvairiose valstybėse narėse. Skunduose pareikšti įtarimai dėl neteisėtos valstybės pagalbos, susijusios su *Ciudad de la Luz* valstybiniu finansavimu ir visų pirma su *Ciudad de la Luz* nustatyta su filmais susijusių paskatų sistema.

(36) Kaip minėta pirmiau, 2008 m. vasario mėn., kai Komisija pradėjo oficialią tyrimo procedūrą, vienintelis investicinio sprendimo pagrindas, kurį pateikė Ispanijos institucijos, buvo neva 2002 m. *Consultia* parengtas verslo planas. Atlikusi išankstinį vertinimą, Komisija smarkiai abejojo, ar rinkos investuotojas būtų investavęs tokiomis pat sąlygomis ir tokiu pat mastu kaip Valensijos regiono Vyriausybė.

(37) Dėl galimo pagalbos derėjimo Komisija neturėjo jokios informacijos, kuri leistų jai patikrinti, ar buvo tenkintos Valensijos regionui tuo metu (2000–2004 m.) taikytų regioninės pagalbos gairių sąlygos. Komisija taip pat abejojo, ar galėtų būti taikoma Sutarties 107 straipsnio

3 dalies d punkte nustatyta su kultūra susijusi išimtis, nes *Ciudad de la Luz* nerėmė kultūros ar paveldo saugojimo, galėjo būti naudojama visų rūšių audiovizualiniams kūriniams, įskaitant reklamą, kurti ir konkuravo su kitais operatoriais, kad pritrauktų komercinius gamybos projektus.

(38) Komisija taip pat atkreipė dėmesį į galimą valstybės pagalbą, susijusią su paskatų filmuoti *Ciudad de la Luz* komplekse sistema, ir nustatė atitinkamus filmų gamintojus, kurie gavo naudos iš šios sistemos. Su filmais susijusios paskatos buvo skirtos konkrečiai veiklai konkrečioje vietoje remiantis nežinomais kriterijais, taigi atrodo, kad jos neatitiko Komisijos kinematografijos komunikate nustatytų taisyklių.

III. SUINTERESUOTŲJŲ ŠALIŲ PASTABOS

(39) Komisija gavo iš viso dešimties suinteresuotųjų šalių pastabas. Keturios iš jų veikia kino studijų verslo srityje kitose nei Ispanija valstybėse narėse (skundo pateikėjas A, skundo pateikėjas B, *Barrandov Studio* ir *Mediterranean Film Studios Limited*), penkios veikia Ispanijos kino sektoriuje (*Federación de Asociaciones de Productores Audiovisuales Españoles* (FAPAE), *Associacio de Directors de Cinema Valencians, Empreses Audiovisuals Valencianes Federades* (EAVf), *Association Productors Audiovisuals Valencians* ir *Sociedad Proyectos Tematicos de la Comunidad Valenciana* (SPTCV SAU), o viena yra nacionalinė kino finansavimo ir politikos institucija (Jungtinės Karalystės kino taryba).

Veikiančių kino studijų pastabos

(40) Savo 2008 m. birželio 25 d. pateiktame konfidencialiame dokumente skundo pateikėjas B reiškia susirūpinimą dėl pagalbos, kuria pasinaudojant buvo sukurta ir šiuo metu veikia *Ciudad de la Luz*. Jis tvirtina, kad priemonės, kurių ėmėsi Komisija pradėdama procedūrą, yra itin svarbios jo įmonei ir visam sektoriui.

(41) Savo 2008 m. birželio 30 d. pateiktame konfidencialiame dokumente skundo pateikėjas A savo pastabas dėl išsamaus tyrimo apriboja keturiais klausimais: i) studijų finansavimo išlaidų; ii) požiūrio į veiklą pradedančios įmonės finansavimą; iii) galutinės perleidimo vertės nustatymo ir iv) kitų paskatų, kurias teikia *Ciudad de la Luz*. Jo nuomone, „privatus investuotojas net ir įsitvirtinusios ir pelną gaunančios studijos verslą laikytų bent vidutinės rizikos investicija <…>. Tai pagrįsta tuo, kad nors studijos verslas paremtas turtu <…>, jos veiklos svertas greičiausiai bus didelis, todėl sunku prognozuoti pelną. Papildomą neapibrėžtumą lemia tokie veiksniai kaip kino produkcijos sektoriaus ciklišKumas“.

(42) Skundo pateikėjo A nuomone, maždaug 15 % vidutinė svertinė kapitalo kaina galėtų būti tinkama įsitvirtinusios studijos verslui, nors „grąža, kurios tikėjosi [skundo pateikėjo A] privataus kapitalo investuotojai, buvo didesnė nei ši“. Veiklą pradedančią studiją privatus investuotojas vertintų kaip „vidutinės rizikos ir (arba) labai rizikingą įmonę, todėl iš šios investicijos tikėtųsi gerokai didesnės grąžos (nors tam tikras laiko tarpas pelningumui užtikrinti būtų priimtinas). Atsižvelgiant į tai, kad naujai įsteigtų įmonių galimybės skolintis iš įprastų šaltinių paprastai būna ribotos (jei jų iš viso yra), naujai steigiamos įmonės vidutinę svertinę kapitalo kainą paprastai didina ir didesnė reikalaujama nuosavo kapitalo grąža, ir pigesnio skolintojo kapitalo stoka“.

(43) Dėl sprendime pradėti procedūrą nurodytos galutinės *Ciudad de la Luz* perleidimo vertės skundo pateikėjas A mano, kad ji neatitinka tikrovės. Jis taip pat tvirtina, kad privatus investuotojas paprastai manytų, jog yra neįprasta, kad iš daugiau kaip 12–15 padaugintas pelnas prieš palūkanas ir mokesčius būtų tinkamas vertinimo matas.

(44) Galiausiai dėl paskatų, teikiamų gamybos projektams pritraukti, skundo pateikėjas A tvirtino, kad jomis, atrodo, veiksmingai subsidijuotos kino produkcijos įmonių kvalifikuotų techninių ir pagalbinių darbuotojų, kurių Valensijos regione tariamai trūksta, atvežimo sąnaudos. Skundo pateikėjas A mano, kad šios paskatos daro didelį nepageidaujamą poveikį konkurencijai, nes studijoms be tokių paskatų būtų buvę gerokai sunkiau pritraukti kino produkcijos projektus.

(45) Savo 2008 m. birželio 25 d. pateiktame pradiniame dokumente *Barrandov Studio* pabrėžė, kad tariama pagalba iškraipo atitinkamą rinką bei kenkia kitiems konkurentams, ir, atsižvelgusi į šios bylos sudėtingumą, paprašė papildomo laiko papildomoms pastaboms pateikti. Tas pastabas Komisija gavo 2008 m. rugsėjo 15 d. *Barrandov Studio* sutinka su skundo pagrindais, kuriuos išdėstė skundo pateikėjas A, ir pabrėžia, kad garso įrašymo studijų dydis ir skaičius rodo, jog *Ciudad de la Luz* daugiausia dėmesio skiriama didelio biudžeto JAV, o ne Ispanijos filmams. Nedidelė kino specialistų ir infrastruktūros pasiūla Alikantėje, palyginti su Madridu ar Barselona, nerodo, kad vietos pasirinkimas būtų logiškas.

Kalbant apie strategiją, investuotojas, investuojantis į studijos veiklą, savo klientūrą padalytų į vietos klientus, kurie užtikrina stabilias pajamas, ir užsienio klientus, kurie dėmesį sutelkia į didelius užsienio filmų gamybos projektus. *Ciudad de la Luz* renkasi priešingą strategiją, pagrįstą studijos paslaugų teikimu ypač nedidelėmis kainomis, o dėl to yra nepaisoma įsisteigimo sąnaudų. Be to, atsižvelgiant į neapibrėžtumą, kurį lemia sunkumai šiame sektoriuje prognozuojant pajamas po 3–5 metų laikotarpio, privatus investuotojas būtų pareikalavęs gerokai spartesnės grąžos. *Barrandov* nuomone, šį tvirtinimą remia konfidencialus verslo planas, kuriame parodomos naujausios jos investicijos į naujas studijas, kurios buvo atliktos remiantis prielaida, kad grynasis pelnas bus gaunamas nuo antrųjų veiklos metų, o investicijos atsipirks per mažiau nei 8 metus. *Barrandov* taip pat neįžvelgia jokio racionalaus paaiškinimo dėl pelno sumos (341 mln. EUR), kurios Ispanijos institucijos tikisi iki 2014 m.

(46) Savo 2008 m. birželio 27 d. pateiktame dokumente *Mediterranean Film Studios Limited* savo pastabose kalba tik apie vandens rezervuarus, apie kuriuos paskelbė *Ciudad de la Luz*. Studija tvirtina, kad jos pačios vandens rezervuarai Europoje neturi lygių ir juos būtų galima palyginti tik su *Fox* rezervuarais Žemutinėje Kalifornijoje (Meksika). Atsižvelgdama į nedidelį metinį savo rezervuarų užimtumą, studija tvirtina, kad, jos ir bendra sektoriaus nuomone, Vidužemio jūros regione ar Europoje turimas filmavimo vandenyje rezervuarų pajėgumas jau yra pakankamas.

Ispanijos kino sektoriuje veikiančių šalių pastabos

(47) Savo 2008 m. birželio 30 d. pateiktose pastabose *Federacion de Asociaciones de Productores Audiovisuales Espanoles* (FAPAE) teigia mananti, kad *Ciudad de la Luz* padidino konkurenciją didelių gamybos centrų rinkoje ir kad skundų pateikėjai paprasčiausiai nori išsaugoti savo padėtį rinkoje ir neįsileisti į rinką konkurentų, kurie siūlo patikimas jų Europos rinkoje dominuojančių studijų paslaugoms alternatyvias paslaugas ir protingas kainas. FAPAE taip pat tvirtina, kad studijos, tokios kaip *Barrandov*, *Cinecittà*, *Babelsberg* ar *Mafilms*, savo padėtį rinkoje ir reputaciją susikūrė remdamosi įvairių formų valstybės parama, įskaitant valstybės dalyvavimą akciniame kapitale. Bendresniu mastu FAPAE pabrėžia, kad tikslas palaikyti kultūrų įvairovę pateisina ryžtingą viešąją intervenciją šiame sektoriuje. Visų pirma *Ciudad de la Luz* Ispanijos gamybos sektoriui tariamai teikia modernias ir pažangias paslaugas, kurias priešingu atveju būtų reikėję brangiau pirkti užsienyje. Dėl tvirtinimo, kad *Ciudad de la Luz* taikosi į ypač didelius gamybos projektus, FAPAE tvirtina, kad *Ciudad de la Luz* yra labai naudinga įgyvendinant nedidelio biudžeto Ispanijos filmų gamybos projektus ir sutelkia dėmesį į nacionalinę ar vietos kultūrą, taigi prisideda prie kultūros srities tikslų, nustatytų buvusiame 87 straipsnio 3 dalies d punkte (dabar 107 straipsnio 3 dalies d punkte). 2008 m. gegužės 21 d. *Empreses Audiovisuals Valencianes Federades* (EAVf) pastabos ir 2008 m. gegužės 16 d. *Association of Productors Audiovisuals Valencians* pastabos daugiausia atkartoja, kartais pažodžiui, FAPAE pastabas.

(48) Savo 2008 m. birželio 5 d. pastabose *Associaciò de Directors de Cinema Valencians* pabrėžia, kad dėl JAV kino sektoriaus dominavimo, kuris užtikrinamas naudojantis įvairia tariamai su piktnaudžiavimu susijusia praktika, Europos kūriniai yra sumenkinami. Asociacijos nuomone, būtina imtis taisomųjų priemonių, kad Europos kultūros kūriniai galėtų konkuruoti vienodomis sąlygomis. Ši asociacija tvirtina, kad viešoji intervencija į *Ciudad de la Luz* tuo atžvilgiu yra visiškai veiksminga, nes ja siekiama naudos Europos, Ispanijos ir Valensijos filmų gamybai ir norima apsaugoti jų kultūrines tapatybes.

(49) *Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU* (100 % *Ciudad de la Luz SAU* akcijų savininkė, kurią pačią valdo *Comunidad Valenciana*) 2008 m. birželio 23 d. datuotose pastabose iš esmės atkartojami tie patys papildomi argumentai ir remiamasi Ispanijos pateiktais įrodymais. Šiose pastabose ypač pabrėžti šie keli aspektai. Pirma, tai, kad, 2000 m. pradėjus įgyvendinti projektą, remdamasis turimais tyrimais jį iš dalies finansavo privatus investuotojas, rodo, kad valdžios institucijoms atliekant šias investicijas vadovautasi privataus investuotojo logika. Abiejuose tyrimuose – ir 2000, ir 2004 m. – be jokių išlygų padaryta išvada, kad projektas yra pelningas. Antra, konkretiems filmams skirtos paskatos yra komerciškai pagrįstos plėtojant naują veiklą ir suteiktos kaip „paramos sutartis“ mainais už reklamavimo veiklą, kuri bus naudinga studijų reputacijai, nors reklamos sąnaudos teks šių paskatų gavėjams. Šiuo klausimu atliktame tyrime apytikriai apskaičiuota, kad *Ciudad de la Luz* paramos sutarčių ekonominė grąža sudaro […] (*) mln. EUR.

(*) Konfidencialūs duomenys sprendime pažymėti […].

Nacionalinių filmų finansavimo įstaigų pastabos

(50) Savo 2008 m. birželio 25 d. rašte Jungtinės Karalystės kino taryba tvirtina, kad sprendime, kuriuo pradedama oficiali tyrimo procedūra, yra pagrindas kelti bylą.

IV. **ISPANIJOS PASTABOS**

(51) Pradėjus oficialų tyrimą, Ispanijos institucijos atskleidė, kad pradinis investicinis sprendimas buvo pagrįstas 2000 m. parengtu verslo planu, o ne tuo planu, kurį jos pateikė anksčiau. Šis verslo planas buvo parengtas per tyrimą, kuris buvo atliktas 2004, o ne 2002 m., kaip kad Ispanijos institucijos anksčiau pranešė Komisijai.

(52) Iki atliekant 2004 m. tyrimą į šį projektą jau buvo investuota daugiau kaip 90 mln. EUR. Taigi Ispanijos institucijos tvirtina, kad buvo priimti du investiciniai sprendimai: vienas 2000 m. dėl pirmojo projekto etapo, o kitas – 2004 m. dėl planuoto projekto išplėtimo.

(53) Investicijų į *Ciudad de la Luz* tvarkaraštis, Ispanijos institucijų paskutinį kartą atnaujintas 2012 m. balandžio mėn., yra toks:

Data	Aprašymas	Viešoji investicija (EUR)
2000 m. spalio 24 d.	Valensijos regionas nusprendžia pastatyti *Ciudad de la Luz*	—
2000 m. lapkričio 2 d.	Įsteigiama *Ciudad de la Luz* SA (75 % valdo *Parque Temático de Alicante SAU*, o 25 % – *Producciones Aguamarga SL*)	450 000 [75 % 600 000 sumos]
2001 m. lapkričio 21 d.	*Parque Temático de Alicante SAU* vienašališkai investuoja mainais už *Ciudad de la Luz SA* kapitalo padidinimą 9 mln. EUR (padidindama savo dalį iki 98,4 %)	9 000 000
2003 m. vasario 6 d.	*Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU* [1] vienašališkai investuoja į *Ciudad de la Luz SA* kapitalo didinimą 30 mln. EUR (padidindama savo dalį iki 99,6 %)	30 000 000
2004 m. gegužės 4 d.	*Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU* vienašališkai investuoja į *Ciudad de la Luz SA* kapitalo didinimą 54 870 660 EUR (padidindama savo dalį iki 99,8 %)	54 870 660
2004 m. liepos 23 d.	*Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU* už 139 059 EUR perka 0,2 % (150 000 EUR nominaliosios vertės) *Ciudad de la Luz SA* akcijų paketą, kurį valdė *Producciones Aguamarga SL* (padidindama valdomą *Ciudad de la Luz SA* dalį iki 100 %)	139 059
2005 m. kovo 9 d.	*Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU* perleido *Ciudad de la Luz SA* žemę, ant kurios buvo pastatytos studijos, ir taip padidino savo nuosavą kapitalą 9 800 040 EUR (nors ši žemė *Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU* sąskaitose buvo įvertinta 1 030 856 EUR). Prieš šią dieną projektui jau buvo suteiktas Valensijos Vyriausybės leidimas statyti šioje vietoje studijas	9 800 040
2005 m. vasara	*Ciudad de la Luz* SA pradeda savo, kaip kino studijos, veiklą	—
2005 m. balandžio 28 d.	95 mln. EUR dalyvavimo paskola	95 000 000
2007 m. gruodžio 26 d.	20 mln. EUR dalyvavimo paskola	20 000 000
2008 m. birželio 30 d.	Konvertuojamosios obligacijos, išleistos numatant galimybę iki 2008 m. gruodžio 31 d. paskolą konvertuoti į akcijas	10 000 000

Data	Aprašymas	Viešoji investicija (EUR)
2009 m. sausio 2 d.	Konvertuojamosios obligacijos, išleistos numatant galimybę iki 2009 m. birželio 30 d. paskolą konvertuoti į akcijas	10 000 000
2009 m. kovo 17 d.	Konvertuojamosios obligacijos, kurių leista išplatinti už ne daugiau kaip 30 mln. EUR, numatant galimybę iki 2009 m. gruodžio 30 d. paskolą konvertuoti į akcijas	25 829 840
2010 m. gruodžio 31 d.	2009 ir 2010 m. nesumokėtos dalyvavimo paskolų palūkanos	7 222 160
2010 m. gruodžio 31 d.	2009 ir 2010 m. nesumokėtos nekonvertuotų paskolų palūkanos	1 814 187
	Iš viso	274 125 946

([1]) Anksčiau buvusi žinoma pavadinimu *Sociedad Parque Temático de Alicante, SAU*.

(54) Ispanijos institucijos savo atsakymuose dėmesį sutelkė į pastangas įrodyti, kad šios investicijos nėra valstybės pagalba, nes rinkos investuotojas į šį projektą būtų investavęs tokiomis pat sąlygomis (taikant rinkos ekonomikos investuotojo principą). Tam paremti institucijos pateikė ekonominių konsultacijų įmonės LECG parengtas ataskaitas.

(55) Net jei Komisija manytų, kad bent dalis šių investicijų yra susijusi su valstybės pagalba, Ispanija tvirtino, kad visi *Ciudad de la Luz* sukurti filmai atitiko Valensijos filmų paskatų, kurias Komisija patvirtino 2008 m. balandžio, gruodžio mėn. ir 2009 m. liepos mėn. ([14]), su kultūra susijusius kriterijus. Ispanijos teigimu, SESV 107 straipsnio 3 dalies d punkte nustatyta su kultūra susijusi išimtis gali būti taikoma investicinei pagalbai iki filmų gamybos ir po jos.

(56) Ispanija taip pat pažymi, kad bet kokia pagalba, susijusi su *Ciudad de la Luz* valstybiniu finansavimu ir su filmams siūlomomis paskatomis, turėtų būti vertinama atsižvelgiant į iškreipiantį nacionalinių paramos kinui schemų, kurias Komisija patvirtino kitose valstybėse narėse ir dėl kurių didelius kino produkcijos projektus pritraukia *Ciudad de la Luz* konkurentai, poveikį ([15]).

(57) Ispanija taip pat tvirtina, kad pagal tuo metu (1998 m.) taikytas regioninės pagalbos gaires investicijų projektui būtų buvę leidžiama suteikti 36 % intensyvumo pagalbą. Vėliau 2002 m. daugiasektorėje programoje dėl didelių investicijų projektų nustatytos sąlygos, kad pagalbos gavėjo rinkos dalis būtų mažesnė nei 25 %, o pajėgumo padidėjimas rinkoje būtų mažesnis nei 5 %, taip pat būtų patenkintos.

(58) Ispanija pateikė antrąją LECG ataskaitą, kurioje sukritikuota Komisijos tarnybų atlikta 2004 m. verslo plano analizė. LECG sukritikavo Komisijos tarnybų analizę ir pateikė alternatyvias duomenų ir rizikos veiksnių vertes, taip pat žemės, ant kurios buvo pastatyta *Ciudad de la Luz*, atgaline data atliktus įvertinimus.

(59) Antroje Komisijos tarnybų atliktoje ekonominėje analizėje buvo išnagrinėtas 2000 m. verslo planas ir Ispanijos pateikti žemės įvertinimai atgaline data. Be to, nepriklausoma konsultacijų įmonė Komisijos prašymu atliko nepriklausomą ekonominį rinkos ekonomikos investuotojo principo kriterijaus vertinimą. Nepriklausoma ataskaita Ispanijos institucijoms buvo nusiųsta 2011 m. rugsėjo 30 d.

(60) Kaip ir pastabose dėl sprendimo pradėti procedūrą, Ispanijos institucijos pakartotinai išreiškė savo nuomonę, kad *Ciudad de la Luz* pelningumo perspektyvos neturėtų būti lyginamos su jos pagrindiniais ES konkurentais kino studijų versle (pvz., *Babelsberg*, *Pinewood*) ar, kaip daro *Ecorys* ([16]), su diversifikuotais JAV garso ir vaizdo įrašų konglomeratais (*Time Warner*, *Disney*) ([17]). Ispanijos institucijos tvirtina, kad ši lyginamoji analizė turėtų būti grindžiama informacija (pvz., *Bloomberg*), kuri buvo viešai prieinama nuo to laiko, kai buvo priimtas jų investicinis

([14]) Valstybės pagalbos sprendimai N379/07 (2008 m. balandžio 2 d.), N309/08 (2008 m. gruodžio 15 d.) ir N108/09 (2009 m. liepos 30 d.).

([15]) Nacionalinė subsidija Jungtinėje Karalystėje gali sudaryti iki 24 % gamybos sąnaudų, o Vokietijoje – iki 20 %. Klausimą dėl nacionalinių paramos kinui schemų varžybų dėl subsidijų siekiant pritraukti didelių kino produkcijos gamintojų vidaus investicijų Komisija nagrinėja atlikdama kinematografijos komunikato peržiūrą.

([16]) Ekonominių konsultacijų įmonė *Ecorys* parengė nepriklausomą tyrimą šiuo klausimu. Daugiau informacijos žr. V skirsnyje.

([17]) Tačiau *Ecorys* į lyginamąją analizę taip pat įtraukia *Babelsberg* Europos studijas, kurios rodikliai susumuojami su kitų pasaulinio masto įmonių rodikliais.

sprendimas (t. y. 2000 ir 2004, o ne 2008 m.). Galiausiai jos taip pat tvirtina, kad *Ecorys* tyrimo ([18]) išvados dėl keleto nesusipratimų ar techninių trūkumų yra nepagrįstos. Ispanijos institucijos tvirtino, kad, jas ištaisius ir atlikus tinkamą konkurentų lyginamąją analizę, investicinio sprendimo pelningumo perspektyvos, pagrįstos tuo metu turėtais įrodymais, būtų atitikusios REIP kriterijaus reikalavimus.

V. **Pagalbos vertinimas**

(61) Pagal SESV 107 straipsnio 1 dalį „valstybės narės arba iš jos valstybinių išteklių bet kokia forma suteikta pagalba, kuri, palaikydama tam tikras įmones arba tam tikrų prekių gamybą, iškraipo konkurenciją arba gali ją iškraipyti, yra nesuderinama su vidaus rinka, kai ji daro įtaką valstybių narių tarpusavio prekybai“. Tai reiškia, kad priemonė laikoma valstybės pagalba, jei ji atitinka visas šias sąlygas: 1) priemonė turi būti teikiama iš valstybinių išteklių; 2) ja įmonėms turi būti suteikiamas ekonominis pranašumas; 3) pranašumas turi būti atrankinis ir turi iškraipyti konkurenciją arba galėti ją iškraipyti; 4) priemonė turi daryti neigiamą poveikį valstybių narių tarpusavio prekybai.

Ekonominis pranašumas

(62) Kaip pažymėta pirmiau, Ispanijos institucijos įrodinėjo, kad ši priemonė nėra valstybės pagalba, nes atitinka rinkos ekonomikos investuotojo principo (REIP) kriterijų. Taikant šį kriterijų nagrinėjama, ar tuo metu, kai buvo priimtas sprendimas atlikti viešąsias investicijas, rinkos investuotojas būtų į projektą investavęs tokiomis pat sąlygomis kaip ir viešasis investuotojas. Šiuo atžvilgiu svarbu tai, kad iš pradžių į šį projektą investavo privatus investuotojas ([19]) ir kad Ispanijos institucijos užsakė atlikti kelis tyrimus, kuriuose padaryta išvada, jog įgyvendinus projektą bus užtikrinti teigiami grynųjų pinigų srautai (žr. 22 konstatuojamąją dalį).

(63) Kaip pažymėta 17 konstatuojamojoje dalyje, *Ciudad de la Luz* atveju iš pradžių privatus investuotojas (valdymo įmonė) valdė 25 % projekto (t. y. 150 000 EUR iš pradinio 600 000 EUR akcinio kapitalo). Tačiau šis privatus investuotojas pasitraukė prieš skirdamas kokių nors papildomų lėšų (jo dalį 2004 m. išpirko SPTCV). Vėliau į šį projektą neinvestavo joks kitas privatus investuotojas.

([18]) Rinkos ekonomikos investuotojo principo taikymo viešosioms investicijoms į *Ciudad de la Luz* tyrimas. Baigiamoji ataskaita (*Ecorys*, 2011 m. liepos 19 d.).

([19]) Pavyzdžiui, sprendime *Citynet Amsterdam* Komisija laikėsi nuomonės, kad REIP kriterijus buvo patenkintas, nes viešasis investuotojas į projektą investavo panašiomis sąlygomis kaip ir privatus investuotojas. 2007 m. gruodžio 11 d. sprendimas, C 53/2006.

(64) Tai, kad vienintelis buvęs privatus investuotojas skyrė tik nedidelę sumą ir pasitraukė tuo metu, kai turėjo būti skirta didžioji investicijų dalis, gali būti laikoma *prima facie* įrodymu, jog privatus investuotojas tuometinėmis sąlygomis nebūtų įgyvendinęs tokio projekto. Be to, šio privataus investuotojo padėtis buvo labai specifiška (taigi neatitiko rinkos investuotojo, vertinamo teismo praktikoje), nes jis taip pat buvo atsakingas už projekto inicijavimą, statybos darbų priežiūrą ir studijų valdymą bei reklamavimą mainais už valdymo mokestį. Tai reiškia, kad pradinė jo investicija, vertinama atskirai, galėtų būti pagrįsta dėl kitų priežasčių nei vien jos pelningumas.

(65) Nesant jokio privataus akcininko, regiono valdžios institucija savo investicinį sprendimą pagrindė konsultantų tyrimų rezultatais. Tačiau vien to, kad tokie tyrimai yra, nepakanka REIP kriterijui atitikti. Galima numanyti, kad prieš skirdamas tiek lėšų, kiek buvo investuota į *Ciudad de la Luz*, privatus investuotojas kruopščiai išnagrinės verslo planą ir prielaidas, kuriomis tokie tyrimai pagrįsti. Privačiam investuotojui reikės pačiam nuspręsti, ar konkrečios prielaidos, panaudotos verslo planui pagrįsti, šiuo konkrečiu atveju yra tinkamos. Be to, reikia manyti, kad privatus investuotojas tikėtiną *Ciudad de la Luz* projekto grąžą palygins su tikėtina alternatyvių projektų grąža. Tokia analizė tuo metu nebuvo atlikta. Be to, atlikti tokį palyginimą remiantis šiuose tyrimuose pateiktais apytikriai apskaičiuotais teigiamais grynųjų pinigų srautais net nebuvo įmanoma.

(66) Kai atliekamas valstybės pagalbos tyrimas, pagal jurisprudenciją reikalaujama, kad Komisija pati įvertintų faktus ([20]). Todėl būtina įvertinti, ar įgyvendinant sandorį parengtos ataskaitos yra pagrįstos.

(67) Atsižvelgiant į ataskaitas, kurias Ispanijos institucijos pateikė nuo sprendimo pradėti procedūrą priėmimo dienos, atrodo, kad dėl šio projekto buvo padaryti du investiciniai sprendimai. Pirmasis iš jų priimtas 2000 m. remiantis 2000 m. *Arthur Andersen* parengtu verslo planu

([20]) *Valmont* sprendime Pirmosios instancijos teismas laikėsi nuomonės, kad Komisija, nustatydama, ar žemės pardavimas buvo susijęs su valstybės pagalbos suteikimu, neturėjusi paprasčiausiai remtis tuo, kad yra parengtas nepriklausomo eksperto vertinimas. Pirmosios instancijos teismas tvirtino, kad Komisija taip pat turėjusi įvertinti jo įrodomąją galią – tai, ką po to atliko pats teismas (byla T-274-01). *Hamsa* (byla C-316/02) ir *Lenzing* (byla C-525/04) sprendimuose Teisingumo Teismas pripažino, kad Komisija turi ekonominių klausimų vertinimo laisvę, bet ji „privalo patikrinti pateikiamų įrodymų dalykinį teisingumą, jų patikimumą ir nuoseklumą <…>“.

(kuris apima 2002–2006 m. laikotarpio investicijas). 2004 m., galbūt norint įvertinti, ar tiktų toliau investuoti į šį projektą, užsakyta parengti *Consultia* ataskaitą (kuri apėmė faktines 2002–2004 m. laikotarpio investicijas ir prognozuojamas 2004–2014 m. investicijas). Taigi reikėtų įvertinti abiejų investicinių sprendimų atitiktį REIP.

(68) Komisija įvertino, ar hipotetinis privatus investuotojas būtų investavęs į projektą, kurį įgyvendinant buvo įsteigta įmonė *Ciudad de la Luz*. Pagal rinkos ekonomikos investuotojo principą atlikta investicija laikoma valstybės pagalba, jeigu numatomas atlygis, kurį gaus valstybė, yra mažesnis nei suma, kurios įgyvendinant tą konkretų projektą būtų pareikalavęs privatus investuotojas.

(69) Projektui finansuoti investuotojai turi investuoti tam tikrą kapitalą. Toks kapitalas turi kainą – tai kapitalo sąnaudos. Paprastai yra du pagrindiniai kapitalo šaltiniai: nuosavas kapitalas ir (finansinis) skolintasis kapitalas. Bendros kapitalo sąnaudos – tai vidutinė svertinė kapitalo kaina (VSKK), apskaičiuota atsižvelgiant į nuosavo kapitalo dalį ir į skolintojo kapitalo dalį. Skolintojo kapitalo sąnaudos ir nuosavo kapitalo sąnaudos yra numatomos, o ne praeityje patirtos sąnaudos. Konkrečiu *Ciudad de la Luz* atveju verslo plane buvo numatyta, kad visas projektas bus finansuojamas nuosavu kapitalu. Taigi bendros kapitalo sąnaudos yra nuosavo kapitalo sąnaudos.

(70) Privataus kapitalo investuotojas į *Ciudad de la Luz* būtų norėjęs investuoti tuo atveju, jeigu numatoma vidinė grąžos norma ([21]) būtų didesnė nei alternatyviosios nuosavo kapitalo sąnaudos (t. y. grąža, kurią jis būtų galėjęs gauti panašiame projekte) ar joms lygi ([22]).

(71) Komisija pritaikė kapitalo įkainojimo modelį nuosavo kapitalo sąnaudoms nustatyti. Nuosavo kapitalo sąnaudos atspindi alternatyviąsias įmonių ar projektų, susijusių su tokia pat (ar panašia) veikla ir finansine rizika, kaip nagrinėjamas projektas, akcininkų investicijų sąnaudas. Pagal kapitalo įkainojimo modelį nuosavo kapitalo sąnaudos (K_e) turėtų būti apskaičiuojamos pagal šią formulę:

$$K_e = R_f + ß(R_m - R_f)$$

čia R_f yra nerizikinga norma, ($R_m - R_f$)) yra rizikos priedas, o ß yra „beta“, su *Ciudad de la Luz* akcija susijusios sisteminės (nediversifikuojamos) rizikos matas, atspindintis ir veiklos, ir finansinę riziką.

(72) Pagal rinkos praktiką ([23]) kaip nerizikingą normą R_f galima taikyti ilgalaikių (paprastai 10 metų trukmės) Vyriausybės obligacijų (jos laikomos mažiausiai rizikingomis investicijomis) normą veikimo šalyje. 2004 m. vidutinė metinė 10 metų trukmės Vyriausybės obligacijų grąža Ispanijoje sudarė 4,1 % ([24]). Nustatant rizikos priedą reikėtų remtis gana ilgą laiką praeityje taikytu rizikos priedu. Pagal bendrą rinkos praktiką imamas diversifikuoto akcijų indekso veikimo šalyje praeityje buvusios grąžos ir nerizikingos normos skirtumas. Kaip teigia P. Fernández (2004 m.) ([25]), praeityje (1991–2003 m. laikotarpiu) buvęs Vyriausybės obligacijų rizikos priedas Ispanijoje sudarė 6,8–9,3 %. Komisija, apskaičiuodama rizikos priedą, taikė konservatyvų požiūrį ir atsižvelgė į apatinę šio intervalo ribą, t. y. 6,8 %. Paskesnis ir naujesnis to paties autoriaus darbas ([26]), kuriame pateikiamas 2000–2004 m. laikotarpiu reikalautas nuosavo kapitalo rizikos priedas, sudaręs 6–7 %, dar kartą patvirtina, kad ši vertė yra pagrįsta.

(73) Beta matui apskaičiuoti Komisija pasinaudojo viešai prieinama informacija apie įmones, kurias Ispanijos institucijos pavadino tiesioginėmis *Ciudad de la Luz* konkurentėmis, t. y. *Carrere Group* ([27]) ir *Babelsberg*. Šiuos rodiklius pateikė išsamią šių dviejų įmonių analizę atlikę finansų analitikai. Šių dviejų beta koeficientų, kurie buvo pakoreguoti, kad atitiktų *Ciudad de la Luz* finansinės rizikos profilį, vidurkis sudaro maždaug 1,5. Tai konservatyvus įvertis, nes investicijos į *Ciudad de la Luz* greičiausiai bus susijusios su didesne nefaktorine rizika nei

([21]) Pagal apibrėžtį vidinė grąžos norma atitinka diskonto normą, todėl grynoji esamoji investicijos vertė lygi nuliui.

([22]) R. A. Brealey ir S. C. Myers, 2000 m., *Principles of Corporate Finance*, šeštas leidimas (5 skyrius, p. 100).

([23]) Žr., pvz., R. A. Brealey ir S. C. Myers, 2000 m., *Principles of Corporate Finance*, šeštas leidimas (8 skyrius).

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

([25]) Pablo Fernández, 2004 m., *Market risk premium: required, historical and expected*, mokslinis darbas, IESE verslo mokykla.

([26]) Pablo Fernández (2009 m.), *The equity premium in 150 textbooks*, mokslinis darbas, IESE verslo mokykla.

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

investicijos į kitas dvi įsitvirtinusias studijas. *Ciudad de la Luz* yra plyno lauko investicija regione, kuriame nėra įsikūrusių nei Ispanijos, nei tarptautinių filmų gamintojų. Kitaip tariant, *Ciudad de la Luz* beta koeficientas greičiausiai yra didesnis nei jos konkurentų.

(74) Taikydama minėtą formulę (žr. 71 konstatuojamąją dalį), Komisija apskaičiavo, kad tikėtinos nuosavo kapitalo sąnaudos turėtų sudaryti apytikriai 14,9 %.

(75) O Ispanija, kaip aptariama I priede, tvirtino, kad taikant kapitalo įkainojimo modelį būtų matyti, jog privatus investuotojas „būtų reikalavęs“ 3,75 % rizikos priedo, o ne grąžos, 2000 m. ir 2,07 % – 2004 m. Šis apskaičiavimas pagrįstas beta koeficientu ß = 0,395. Beta koeficientas, lygus 1, parodo visų akcijų portfelio, taigi „vidutinės“ akcijos riziką. Taigi gerokai mažesnis nei 1 beta koeficientas reikštų, kad investicijos rizika yra ypač nedidelė. Ispanija tokios prielaidos nepagrindė ir neparėmė jos jokiais nepaneigiamais ir patikrinamais duomenimis.

(76) Kaip nustatyta pirmiau (žr. 70 konstatuojamąją dalį), privatus investuotojas į projektą investuotų tik tuo atveju, jeigu vidinė grąžos norma būtų didesnė nei alternatyviosios kapitalo sąnaudos. Komisija pažymi, kad 2000 m. verslo plane išsamiai įvertinti tik pradiniai projekto etapai. Komisijai atliekant analizę (žr. II priedą), pagrįstą 2000 m. verslo planu ir nominaliąja verslo plane pateikiamų grynųjų pinigų srautų verte, nustatyta neigiama grynoji esamoji vertė. Vertinant šiuo pagrindu, privatus investuotojas į šį projektą nebūtų investavęs.

(77) Nustatydama vidinę grąžos normą, Komisija vėlgi taiko konservatyvų požiūrį ir nekelia abejonių dėl verslo plane pateikiamų prielaidų, visų pirma dėl siūlomam projektui prognozuojamų grynųjų pinigų srautų. Tačiau reikėtų pažymėti, kad 2004 m. verslo plane prognozuojami grynųjų pinigų srautai atrodo pernelyg optimistiški, ypač atsižvelgiant į nuostolius, kuriuos įmonė patyrė 2002–2004 m. laikotarpiu ([28]). Taigi, atsižvelgiant į Komisijos turimą informaciją, galima manyti, kad 2004 m. verslo plane pateikti laukiami grynųjų pinigų srautai atitinka viršutinę tų srautų ribą ([29]). Laukiamą įmonės grąžą nulemia grynųjų pinigų srautai. Be to, Komisija laukiamą *Ciudad de la Luz* grąžą vertina nominaliąja verte. Tačiau ji atitinkamai pritaiko kapitalo pritraukimo sąnaudas. Tai būtų reikėję padaryti bet kuriam racionaliam privačiam investuotojui.

(78) Remiantis *Ciudad de la Luz* pasiūlytu 2004 m. verslo planu, šio projekto vidinė grąžos norma yra 5,74 % (žr. I priedą). Privatus investuotojas į *Ciudad de la Luz*, kurio alternatyviosios kapitalo sąnaudos sudarytų mažiausiai 14 % (kaip apskaičiuota pirmiau, žr. 73 konstatuojamąją dalį), šios investicijos nebūtų atlikęs, nes jos vidinė grąžos norma yra mažesnė nei alternatyviosios kapitalo sąnaudos.

(79) Be to, Komisija apskaičiavo investicijų į *Ciudad de la Luz* grynąją esamąją vertę, kad parodytų, kiek šis projektas apsimokėtų privačiam investuotojui. Bet kokio investicinio sprendimo tikslas yra rasti materialųjį turtą, kuris būtų vertas daugiau nei kainuoja, kitaip tariant, investicijas, kurių laukiama grąža yra didesnė nei alternatyviosios kapitalo sąnaudos. Jei taip nėra, kaip kad *Ciudad de la Luz* atveju, projekto vertė yra neigiama, taigi joks racionalus privatus investuotojas nelaikys tokios investicijos perspektyvia. Bet kokio projekto grynoji esamoji vertė kiekybiškai parodo, kiek investicija yra verta priimant sprendimą ją atlikti, ir ji apskaičiuojama diskontuojant verslo plane prognozuojamus grynųjų pinigų srautus taikant diskonto normą, kuri šiuo atveju yra kapitalo sąnaudos. Savaime suvokiama, kad kuo didesnės yra kapitalo sąnaudos, tuo mažesnė grynoji esamoji vertė.

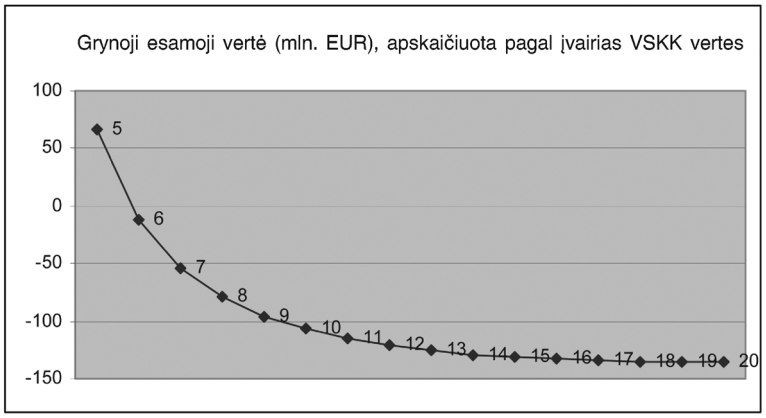
(80) *Ciudad de la Luz* atveju remiantis 14 % alternatyviosiomis kapitalo sąnaudomis ir *Consultia* parengtame 2004 m. verslo plane pateiktais grynųjų pinigų srautais (kuriuos Komisija taiko nominaliąja verte, kaip paaiškinta 76 konstatuojamojoje dalyje), šios investicijos grynoji

([28]) Šaltinis: *ORBIS* įmonės ataskaita.

([29]) Nepriklausomoje *Ecorys* parengtoje ataskaitoje žengiama toliau ir taip pat pažvelgiama į verslo plano prielaidas, o kelios iš jų sukritikuojamos. Pavyzdžiui, ataskaitoje pažymima, kad „jos vietos pasirinkimas neatrodo strategiškai aiškus, nes negalima nustatyti jokių sąveikų su aplinkui esančia kino pramone. Ir Ispanijoje yra kitų panašių geografinių vietovių turinčių regionų, kurie yra arčiau esamos kino pramonės grupės“ (p. 30). Be to, „šiuo atžvilgiu reikia pažymėti, kad visų pirma per kelerius pirmuosius studijos ir fakulteto veikimo metus vietoje nebus jokių vietoje mokytų ir diplomuotų išteklių. Todėl apdairus privatus investuotojas panašios kino studijos projektui įgyvendinti greičiausiai būtų pasirinkęs kitą vietovę“ (p. 31). Dėl 2004 m. investicijų ataskaitoje pažymima: „Galima kelti klausimą, ar privatus investuotojas nuspręstų atlikti plyno lauko investicijas į kino studijos statybą regione, kuriame per kelerius pirmuosius studijos ir fakulteto veikimo metus nebus jokių tinkamų žmogiškųjų išteklių“ (p. 39).

esamoji vertė sudaro maždaug minus 130 mln. EUR (žr. priedą). Taigi ši investicijų galimybė privačiam investuotojui nėra apsimokanti.

(81) Komisija taip pat atliko patikimumo tikrinimą, kuris parodė, kad rezultatas labai patikimas. Kaip rodo Komisijos skaičiavimai, viršijus deramą ribą, rezultatas, keičiantis alternatyviųjų kapitalo sąnaudų vertei, beveik nesikeičia. Kitaip tariant, dėl didelių parametrų, kuriuos Komisija pritaikė apskaičiuodama kapitalo sąnaudas, pokyčių rezultatas nesikeičia. Toliau pateikiamoje diagramoje parodomos apytikrės grynosios esamosios vertės reikšmės įvairių kapitalo sąnaudų (VSKK) verčių nuo 5 iki 20 % atžvilgiu. Šioje diagramoje parodoma, kad grynoji esamoji vertė tampa neigiama, kai VSKK vertė yra intervale tarp 5 ir 6 %. Taigi, jeigu kapitalo sąnaudos yra didesnės nei 6 %, privatus investuotojas projekto nesiimtų. Be to, kai VSKK vertės didesnės nei 10 %, grynosios esamosios vertės reikšmė beveik nesikeičia. Komisija apytikriai apskaičiavo, kad VSKK sudaro maždaug 14 %, taigi ji patenka į tą intervalą, kuriam esant galima labai drąsiai daryti išvadą, kad šis projektas nėra pelningas.



(82) Dėl Komisijos vertinimo Ispanijos institucijos, remdamosi konsultantų parengta ataskaita ([30]), įrodinėjo, kad Komisijos vertinime yra trūkumų. Pirma, nors manyta, kad taikyti kapitalo įkainojimo modelio analizę yra tinkama, konsultantų parengtoje ataskaitoje reiškiamos abejonės dėl Komisijos naudotų parametrų verčių. Visų pirma nuosavo kapitalo rizikos priedas ir beta koeficientai turėję būti mažesni. Antra, tinkamam kriterijui nustatyti Komisija turėjusi naudoti ne tik *Consultia IT* parengtą verslo planą, bet ir *Arthur Andersen* parengtą 2000 m. verslo planą. Trečia, Komisija nenaudojo tinkamų finansinių koeficientų laukiamam *Ciudad de la Luz* projekto pelningumui apytikriai apskaičiuoti. Galiausiai Komisija neatsižvelgė į laukiamas pajamas iš viešbučių ir biuro patalpų plėtojimo.

(83) Komisija šiuos argumentus atmetė. Dėl nuosavo kapitalo rizikos priedo II priede šiek tiek išsamiau paaiškinama, kodėl Ispanijos pasiūlyto intervalo vertės negali būti tinkamos. Svarbiausia tai, kad pasiūlytos priedo vertės buvo 2009 m. įverčiai, o ne vertės, vyravusios 2000 ir 2004 m. Parametrai, kurie turi būti naudojami skaičiavimams pagal kapitalo įkainojimo modelį, aiškiai turėtų būti galioję tuo metu, kai buvo priimtas verslo sprendimas. Iš esmės pats Ispanijos institucijų cituojamas autorius pateikia atitinkamo laikotarpio įverčius, kurie atitinka Komisijos vertinimą. II priede taip pat paaiškinama, kodėl Ispanijos institucijų prašymas, kad beta vertės būtų mažesnės, yra klaidingas. Komisijos naudojamos vertės paimtos iš viešai prieinamų tyrimų, kuriuose apskaičiuoti artimų *Ciudad de la Luz* konkurentų beta koeficientai. Finansų ekspertai atmeta Ispanijos institucijų pasiūlymą naudoti ankstesnių laikotarpių beta koeficientus.

(84) Atsižvelgus į Ispanijos institucijų prašymą turėti omenyje 2000 m. verslo planą, tokie apskaičiavimai pateikiami II priede. Kaip matyti, dėl didesnio rizikos priedo ir didesnės nerizikingos normos VSKK tuo atveju būtų dar didesnė nei 2004 m. Atliekant šį skaičiavimą taip pat gaunama neigiama grynoji esamoji vertė. Galiausiai Ispanijos institucijų padaryti pareiškimai dėl galimų pajamų iš viešbučių ir biuro patalpų buvo pagrįsti naujais įrodymais, būtent šešiomis vėliau parengtomis žemės vertinimo ataskaitomis. Informacijoje, kuri galimam investuotojui tuo metu buvo prieinama, šių įrodymų nebuvo. Nors *Andersen* parengtoje ataskaitoje minima galimybė pastatyti viešbučių kompleksą, joje nepateikiama informacijos apie tikėtiną pelningumą ir nepateikta jokio su žemės vystymu susijusio verslo plano. Vis dėlto pasiūlytos žemės vystymo *ex post* ataskaitos II priede yra išnagrinėtos. Jose yra nemažų trūkumų. Pavyzdžiui, pasiūlytos orientacinės biuro patalpų *Ciudad de la Luz* komplekse kainos atitinka kainas prestižiškiausiuose Alikantės verslo rajonuose. Atsižvelgiant į tai, kad *Ciudad de la Luz* kompleksas įsikūręs už Alikantės miesto ribų ir šalia pramoninio komplekso, šios orientacinės kainos yra

([30]) Nuoroda į antrąją LECG ataskaitą.

labai išpūstos. Panašiai orientacinės viešbučių paslaugų kainos pagrįstos 4 ar 5 žvaigždučių viešbučių kainomis. Kad tokie už Alikantės ribų (ir šalia greitkelio bei pramoninio komplekso) esantys viešbučiai bus pakankamai paklausūs, nenurodyta.

(85) Be nuosavo vidaus vertinimo, Komisija taip pat užsakė atlikti nepriklausomą tyrimą, ar privatus investuotojas būtų tokiomis pat sąlygomis atlikęs tokią investiciją į *Ciudad de la Luz* ([31]). *Ecorys* ataskaitoje nagrinėjami įvairūs scenarijai, pagal kuriuos apytikriai apskaičiuota, kad investuojant 2000 m. nuosavo kapitalo sąnaudos sudarys nuo 12,5 iki 21,4 %, o toliau investuojant 2004 m. – nuo 10,9 iki 15,9 %. Taigi Komisijos tyrimo rezultatas atitinka *Ecorys* apskaičiuotą intervalą. Ir, priešingai, vidinė grąžos norma, apskaičiuota remiantis verslo planu, yra gerokai mažesnė nei *Ecorys* apytikriai apskaičiuotos mažiausios nuosavo kapitalo sąnaudos.

(86) Taigi *Ecorys* daro bendrą išvadą, jog neatrodo, kad 2000 ir 2004 m. atliktos investicijos atitiko apdairaus privataus investuotojo elgesį rinkos ekonomikos sąlygomis. Dėl 2000 m. investicinio plano *Ecorys* daro išvadą, kad remiantis atkurtais ekonominiais argumentais apskaičiuota grynoji esamoji vertė yra neigiama ir sudaro 9,3 mlrd. PTA. Investuoti akcijų rinkoje apdairiam rinkos investuotojui būtų buvę gerokai įdomiau. Dėl 2004 m. investicijos *Ecorys* daro išvadą, kad „apdairus rinkos investuotojas greičiausiai nebūtų nusprendęs įgyvendinti visą CDL projektą, bet galėjo nuspręsti eksploatuoti 6 garso įrašymo paviljonus, į kuriuos jau buvo investuota, arba uždaryti projektą ir prisiimti nuostolį“ ([32]). Galiausiai *Ecorys* mano, kad privatus skolintojas nebūtų suteikęs šiam projektui dalyvavimo ar kokios nors kitos paskolos, nes projekto grynųjų pinigų srautas buvo nepakankamas skolos aptarnavimo mokėjimams vykdyti.

(87) Todėl daroma išvada, kad rinkos ekonomikos investuotojo principo neatitinka nei 2000–2004 m. atliktos investicijos į *Ciudad de la Luz*, nei paskiau atliktos investicijos, todėl jomis įmonei *Ciudad de la Luz SAU* suteikiamas pranašumas. REIP kriterijus nėra tenkinamas, todėl rinkos ekonomikos investuotojas 2000 m. nebūtų investavęs ir nebūtų toliau investavęs į šį projektą pagal 2004 m. verslo planą.

(88) Taigi Komisija mano, kad ekonominis pranašumas atitinka visą investicijų vertę. Paskolos, kurias *Ciudad de la Luz* suteikė SPTCV, buvo subordinuotosios, o tai reiškia, kad į balansą jos buvo įtrauktos kaip kažkas panašaus į nuosavą kapitalą. Kaip Komisija jau pažymėjo sprendime pradėti procedūrą, skaičiuojamas paskolų palūkanas sudarė fiksuotoji ir viena kintamoji dalis. Fiksuotosios dalies norma buvo labai nedidelė ir rinkos ekonomikos skolintojui nebūtų priimtina. Neįprastai nedidelę fiksuotąją paskolos palūkanų dalį iš esmės galėtų kompensuoti perspektyva tinkamą atlygį už dalyvavimo paskolą gauti iš kintamosios dalies, susietos su projekto pelningumu, tačiau nagrinėjamo projekto atveju tai negalėtų būti įmanoma (žr. pirmiau išdėstytus argumentus dėl rinkos ekonomikos investuotojo principo). Be to, į Ispanijos institucijų Komisijai pateiktą 2002–2014 m. laikotarpio prognozuojamą pelno (nuostolio) ataskaitą nebuvo įtraukta jokių finansinių sąnaudų. Galiausiai paskolos teoriškai turėjo būti grąžintos 2015 m. balandžio mėn., t. y. po 2014 m. planuotos projekto užbaigimo (ir galbūt jo pardavimo) datos, o rinkos ekonomikos skolintojas su tuo nebūtų sutikęs. 2009 m. balandžio 20 d. atsakyme į sprendimą pradėti procedūrą Ispanijos institucijos paaiškino, kad šios paskolos ekonominiu požiūriu turėtų būti laikomos kapitalo injekcija, nes skolintojas ir akcininkas yra tas pats asmuo (t. y. SPTCV). Iš tiesų, nė viena iš 2005, 2007, 2008 ir 2009 m. suteiktų paskolų nebuvo (bent iš dalies) grąžinta ir gavėjas už šias paskolas nesumokėjo jokių palūkanų, todėl jos *de facto* turi būti laikomos akcinio kapitalo dalimi. Remiantis 2012 m. balandžio mėn. Ispanijos institucijų pateikta informacija, iki 2010 m. pabaigos tai sudarė iš viso 265 089 599 EUR ([33]).

Atrankumas

(89) Pagalba taip pat yra atrankinė, nes nauda, kurią užtikrina parama, pranašumas suteikiamas tik šiame sektoriuje veikiančioms įmonėms ir iš tiesų tik kai kurioms iš jų.

Valstybiniai ištekliai

(90) Komisija pažymi, kad *Generalitat Valenciana* investicijas finansavo per savo visiškai valdomą investicijų padalinį SPTCV ir kad tyrimai, kuriais remiantis buvo atliktos

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

([32]) *Ecorys* ataskaitos p. 30 ir 39.

([33]) Kaip nustatyta 29 ir 53 konstatuojamosiose dalyse. Kadangi šios paskolos laikomos akcinio kapitalo dalimi, į palūkanų mokesčius neatsižvelgiama.

viešosios investicijos į *Ciudad de la Luz*, buvo atlikti *Generalitat Valenciana* užsakymu. Taigi šios lėšos gali būti laikomos valstybės ištekliais.

Konkurencijos iškraipymas

(91) Kai valstybės pagalba sustiprina vienos įmonės padėtį, palyginti su kitomis konkuruojančiomis įmonėmis, šios turi būti laikomos nukentėjusiomis nuo tos pagalbos. Ši parama sustiprina *Ciudad de la Luz* padėtį, palyginti su kitomis konkuruojančiomis įmonėmis, nes leidžia jai įžengti į kino studijų rinką. Konkurencija tarp įmonių, kurios pelnosi iš šios priemonės, ir tų, kurios iš šios priemonės nesipelno, yra iškraipoma. NET ir darant prielaidą, kad kino produkcijai kitose valstybėse narėse, kuriose įsikūrusios kitos kino studijos, skiriamos subsidijos, tai nėra svarus argumentas konkurencijos iškraipymo faktui paneigti. Priemonė nėra nelaikoma valstybės pagalba vien dėl to, kad kitos valstybės narės taip pat gali būti nustačiusios savo rinką iškreipiančių priemonių. Vertinant sąlygą, susijusią su konkurencijos iškraipymu, nedaroma jokio tokio palyginimo.

Poveikis prekybai

(92) Galiausiai Komisija mano, kad aptariama priemonė daro neigiamą poveikį valstybių narių tarpusavio prekybai. Kino studijos savo įrenginiais prekiauja tarptautiniu mastu. Filmų gamintojai reguliariai derasi dėl kainų ir sąlygų su daugeliu įvairiose valstybėse narėse esančių kino studijų. Komisija yra patvirtinusi pagalbos schemas Ispanijoje ir kitose valstybėse narėse, pagal kurias remiama audiovizualinių kūrinių gamyba, taigi ir netiesiogiai skatinama naudoti nacionalinius techninius įrenginius, įskaitant kino studijas. Tačiau 2001 m. kinematografijos komunikato ketvirtasis kriterijus neapima pagalbos priedų, skirtų konkrečiai gamybos veiklai, įskaitant kino studijų naudojimą.

Išvada

(93) Atsižvelgdama į tai, kas išdėstyta, Komisija laikosi nuomonės, kad šiuo projektu *Ciudad de la Luz* suteikiamas atrankinis ekonominis pranašumas. Projektas yra finansuojamas valstybės lėšomis, iškraipo konkurenciją ir daro poveikį valstybių narių tarpusavio prekybai. Todėl Komisija mano, kad priemonė, apie kurią pranešta, yra valstybės pagalba, kaip apibrėžta Sutarties dėl Europos Sąjungos veikimo 107 straipsnio 1 dalyje.

Derėjimas

(94) Visų pirma Komisija privalo įsitikinti, kad pagalba neprieštarauja SESV nuostatoms kitose nei valstybės pagalba srityse. Šiuo atveju Komisijos vertinimas neturi jokio poveikio jokiems faktams dėl derėjimo su ES viešųjų pirkimų teisės aktais, kurie gali būti nustatyti vėliau. Pagalba nėra susijusi su jokiais kitais elementais, dėl kurių galėtų kilti problemų dėl bendro pagalbos teisėtumo principo.

(95) Kaip pažymėta sprendime pradėti procedūrą kaip papildomą argumentą tam atvejui, jei Komisija nuspręstų, jog nagrinėjamos priemonės yra valstybės pagalba, Ispanijos institucijos nurodė, kad tokios priemonės su 107 straipsnio 3 dalimi derėtų kaip regioninė pagalba ir kaip pagalba kultūrai propaguoti.

Regioninė pagalba

(96) Regioninė pagalba *Ciudad de la Luz* statyti gali būti pagrįsta remiantis tuo, kad investicijos atliekamos remiamoje teritorijoje. Ispanijos institucijos teigė, kad 36 % pagalbos intensyvumas būtų leidžiamas pagal regioninės pagalbos taisykles, taikytas 2000–2006 m., kai buvo priimtas pradinis sprendimas investuoti.

(97) Apie šią pagalbą nebuvo pranešta, todėl taikomos 2000–2006 m. regioninės pagalbos gairės ([34]). Šių gairių 4.2 punkte nustatyta: „Norint užtikrinti, kad produktyvi investicija būtų perspektyvi ir patikima, pagalbos gavėjo indėlis į jos finansavimą turi būti ne mažesnis kaip 25 %.“ Gairių 20 išnašoje paaiškinta, kad šiam mažiausiam 25 % įnašui neturi būti suteikiama jokia pagalba. Nors 25 % pradinio 600 000 EUR akcinio kapitalo skyrė privatus investuotojas, šis privatus investuotojas buvo projekto valdymo įmonė, valdžiusi projektą už mokestį, ir jis neatliko jokių tolesnių investicijų į projektą, kad jo investicijos būtų proporcingos viešosioms investicijoms, kurios sudarė didžiąją investicijų į šį projektą dalį. Taigi ši pirmoji investicija negali būti vertinama atskirai nuo viešosios investicijos, nes tai nėra savarankiška investicija. Be to, 2004 m. liepos mėn. privataus investuotojo dalį, kuri iki to laiko sumažėjo iki 0,2 %, išpirko SPTCV.

(98) Ispanijos institucijos įrodinėjo, kad 25 % investicija, kurią skyrė SPTCV, galėtų būti laikoma pagalbos gavėjo įnašu. Komisija mano, kad toks požiūris, pagal kurį 25 % investicijos dengia valstybei priklausanti organizacija, nesielgianti kaip privatus investuotojas (žr. V skirsnio poskirsnį „Ekonominis pranašumas“), o likę 75 % investicijos taip pat teikiami iš valstybinių išteklių, negali užtikrinti produktyvios investicijos, kuriai suteikta pagalba, perspektyvumo ir patikimumo.

([34]) OL C 74, 1998 3 10, p. 9.

(99) Visos investicijos į *Ciudad de la Luz* finansuotos valstybės lėšomis iš SPTCV, taigi ši sąlyga nėra įvykdyta.

Sektorinė pagalba garso ir vaizdo įrašų sektoriui

(100) Tam tikrais atvejais Komisija, atsižvelgdama į SESV 167 straipsnyje nustatytus kultūros srities tikslus, leido skirti garso ir vaizdo įrašų sektoriui pagalbą pagal 107 straipsnio 3 dalies c punktą. Su kultūra susijusi išimtis gali būti taikoma kartu su kitais teisiniais derėjimo pagrindais, kaip antai pagalba tam tikrų rūšių ekonominei veiklai pagal SESV 107 straipsnio 3 dalies c punktą ([35]). Nors Ispanijos institucijos to nepasiūlė, atsižvelgiant į kitų šalių pastabas, tas teisinis pagrindas nagrinėjamas toliau.

(101) Vertinimas pagal SESV 107 straipsnio 3 dalies c punktą atliekamas taikant trijų etapų pusiausvyros tyrimą, pagal kurį palyginama aptariamos priemonės nauda ir neigiamas jos poveikis.

(102) Atlikdama šį pusiausvyros tyrimą, Komisija vertina tokius klausimus:

a) ar pagalbos priemone siekiama aiškiai apibrėžto bendros svarbos tikslo (t. y. ar siūloma pagalba siekiama išspręsti rinkos nepakankamumo problemą arba pasiekti kitą tikslą)?

b) ar pagalba yra tinkamai suplanuota, kad būtų pasiektas bendros svarbos tikslas? Visų pirma:

i) ar pagalbos priemonė yra tinkama priemonė, t. y. ar nėra kitų, geresnių, priemonių?

ii) ar pagalba yra skatinamojo pobūdžio, t. y. ar dėl šios pagalbos keičiasi įmonių elgesys?

iii) ar ši pagalbos priemonė proporcinga, t. y. ar toks pat elgesio pokytis atsirastų dėl mažesnės pagalbos?

c) Ar konkurencijos iškraipymai ir poveikis prekybai tokie nedideli, kad bendra pusiausvyra būtų teigiama?

Priemonės tikslas

(103) Teigiama, kad rinkos nepakankamumas yra tuo atveju, kai rinkos rezultatai neužtikrina didžiausios bendros socialinės gerovės. Rinkos rezultatai gali būti neveiksmingi vadinamųjų viešųjų arba rekomenduotinų gėrybių atveju ([36]). Tokios gėrybės užtikrina teigiamą išorinį poveikį, kai socialinė nauda yra didesnė nei nauda įmonei. Todėl teikiamas kiekis yra mažesnis už optimalųjį, o tai savo ruožtu gali pateisinti valstybės įsikišimą (ir galbūt valstybės subsidijų skyrimą).

(104) ES yra itin konkurencinga komercinė rinka, kurioje veikia nemažai didelių kino studijų. Be to, dėl didelių kino produkcijos projektų Europos kino studijoms tenka smarkiai konkuruoti su ne ES studijomis. Taigi *prima facie* įrodymai nepatvirtina rinkos nepakankamumo, kurį lemia nepakankama pasiūla ir didelės su atėjimu į rinką susijusios išlaidos. Atsakyme į sprendimą pradėti procedūrą Ispanijos filmų kūrėjai tvirtina, kad prieš *Ciudad de la Luz* statybą Ispanijos rinkoje nebuvo panašios aukštos kokybės paslaugų. Visų pirma Valensijos filmų kūrėjai pažymėjo, kad galimybė naudotis vietos kino studijos paslaugomis leistų jiems sumažinti gamybos išlaidas (mažesnės transporto išlaidos, kitų paslaugų, kurios būtinos kino produkcijai gaminti, artumas ir t. t.).

(105) Tačiau to, kad šalies filmų gamintojai turės iš *Ciudad de la Luz* naudos, nepakanka pirmiau apibrėžtam rinkos nepakankamumui nustatyti. Pirma, nuomonė, kad *Ciudad de la Luz* sprendžia rinkos nepakankamumo problemą vietos filmų gamybos Ispanijoje požiūriu, prieštarautų Ispanijos institucijų deklaruotam tikslui. 2004 m. *Consultia* ataskaitoje vietos studijos vertinamos tik kaip „netiesioginiai“ konkurentai, nes *Ciudad de la Luz* bus orientuota į didelius kino produkcijos projektus.

([35]) Žr. visų pirma 2006 m. kovo 22 d. sprendimą NN 84/2004 Prancūzija, *Régimes d'aide au cinéma et à l'audiovisuel*. Šioje byloje Komisija, remdamasi SESV 107 straipsnio 3 dalies c ir (arba) d punktais, *ex post* pritarė pagalbos priemonėms dėl paramos visų pirma filmų platinimui, kūrimui, kino teatrų atnaujinimui ar modernizavimui, muzikos vaizdo įrašų ar vaizdo įrašų platinimui, MTTP ir postprodukcijos technologijų kūrimui. Taip pat žr. 2008 m. balandžio 11 d. sprendimą N 192/2008 Ispanija, Filmų dubliavimo ir subtitravimo baskų kalba skatinimas.

([36]) Viešosios gėrybės teikiamos tais atvejais, kai neįmanoma kokios nors prekės ar paslaugos suteikti vienam asmeniui nesuteikiant jos kitiems arba kai dėl vartojimo nekonkuruojama (pvz., gatvių apšvietimas, keliai). Visuotinės svarbos gėrybės arba rekomenduotinos gėrybės yra tos prekės ir paslaugos, kurias, Vyriausybės nuomone, žmonės vartos nepakankamai, todėl jas reikėtų subsidijuoti arba teikti nemokamai (pvz., švietimas, viešosios bibliotekos).

(106) Antra, norint parodyti rinkos nepakankamumą Ispanijos filmų gamintojų požiūriu, reikėtų įvertinti, ar socialinė nauda, kurią suteikia tokia studija kaip *Ciudad de la Luz*, yra didesnė nei sąnaudos. Tam, be kita ko, reikėtų apsvarstyti, ar esamų įrenginių nepakanka, t. y. ar Ispanijos filmų gamintojai negalėtų pasinaudoti kino studijomis, esančiomis Ispanijoje (kaip antai *Video Planning*, *Cartuja Producciones* ir *Loasur Audiovisual* Andalūzijoje, *MEDIA Park* Katalonijoje, *Platós Valencia* Valensijoje ir *Estudios Barajas*, *Estudios El Álamo*, *Estudios Los Ángeles* ir *Flash Estudio* Madride) ar kitose valstybėse narėse. Nors Ispanijos filmų gamintojai atkreipė dėmesį į tam tikrus (kiekybiškai neįvertintus) sąnaudų pranašumus, kuriuos suteikia *Ciudad de la Luz*, jie neįrodinėjo, kad tokios vietos studijos būtų būtinos šalies kino produkcijai gaminti.

Tinkamai suplanuota pagalba

(107) Be to, kadangi nėra aiškiai apibrėžto rinkos nepakankamumo, kurį šalintų ši priemonė, pagalba negali būti laikoma tinkama ir proporcinga tai rinkos nepakankamumo problemai spręsti. Jei kino studijos tikslas buvo remti vietos kino produkcijos gamybą, atliktas investicijas, be kita ko, būtų reikėję palyginti su kitomis priemonėmis, kuriomis būtų buvę galima užtikrinti panašų veiksmingumą filmų gamintojų požiūriu. Ispanijos institucijos tokio palyginimo nepateikė.

Konkurencijos ir prekybos iškraipymas

(108) Atliekant pusiausvyros tyrimą taip pat reikia įvertinti neigiamą poveikį *konkurencijos ir prekybos iškraipymo* požiūriu. Atsižvelgiant į tai, kad *Ciudad de la Luz* studijų gamyba buvo gerokai mažesnė, nei iš pradžių tikėtasi, ir kad jos pritraukė daugiausia vietos kino produkcijos projektus, galima manyti, kad šių studijų iškreipiantis poveikis iki šiol galėjo būti ribotas. Tačiau *Ciudad de la Luz* pagamintų filmų skaičius nėra geras galimo jos iškreipiančio poveikio rodiklis. *Ciudad de la Luz* atėjus į Europos kino studijų rinką, bendras studijų pajėgumas padidėjo. Pagrindiniai ekonominiai argumentai leidžia manyti, kad taip padidėjus pasiūlai bendra kaina sumažės neatsižvelgiant į tai, kiek filmų gamybos projektų *Ciudad de la Luz* sugeba pritraukti. Kadangi bus padarytas poveikis bendrai rinkos kainai, tokio kainos sumažėjimo nebūtų galima pastebėti *Ciudad de la Luz* kainodarą lyginant su jos konkurentų kainodara. Be to, *Ciudad de la Luz* statyba gali paskatinti kitas valstybes nares atlikti panašias investicijas. Galiausiai *Ciudad de la Luz* padėtis rinkoje, atsižvelgiant į šiuolaikiškus jos įrenginius, ateityje gali pasikeisti.

(109) Remiantis tuo, kas išdėstyta, ši priemonė negali būti laikoma derančia pagal 107 straipsnio 3 dalies c punktą, nes ja nėra sprendžiama sektoriaus rinkos nepakankamumo problema ir ji gali padaryti nepageidaujamą poveikį konkurencijai ir prekybai.

Pagalba kultūrai. Investicijos į kino studijos statybą

(110) Ispanijos institucijos nepateikė jokių argumentų, kurie pakeistų Komisijos sprendime pradėti procedūrą išreikštą nuomonę, kad ji „mano nesant nė vieno elemento, rodančio, kad valstybės pagalba, kuri apima naujo didelio kino studijos komplekso statybos ir veiklos sąnaudas, galima taikyti [kultūrinę] išimtį“. Sprendime pradėti procedūrą į galimybę studijas vertinti kaip „kultūros infrastruktūrą“ nebuvo atsižvelgta, nes jos yra itin specializuotos ir naudojamos tik garso ir vaizdo įrašų sektoriuje (filmų, televizijos laidų ir reklamos gamybai).

(111) Kad finansavimui, kurio kinematografijos komunikatas neapima, būtų galima taikyti SESV 107 straipsnio 3 dalies d punkte nustatytą su kultūra susijusią išimtį, reikėtų, kad pagalba ne tik būtų buvusi būtina, proporcinga ir pakankama (kaip ir pirmiau pateikto vertinimo dėl atitikties 107 straipsnio 3 dalies c punktui atveju), bet ja būtų buvę siekiama ir kultūrinio tikslo. Kadangi nustatyta, jog šie kriterijai pagal 107 straipsnio 3 dalies c punktą nėra tenkinami, tas pats taikoma ir 107 straipsnio 3 dalies d punkto požiūriu.

Pagalba kultūrai. Paskatos filmų gamintojams

(112) 2008 m. gruodžio mėn. Komisija, remdamasi kinematografijos komunikatu ([37]), patvirtino Valensijos regiono siūlomas filmų gamybos paskatas. Iki tol bet kokios paskatos, kurias Valensijos regiono Vyriausybė suteikė dėl filmavimo *Ciudad de la Luz*, negali būti laikomos derančiomis visais tais atvejais, kai viena iš pagalbos sąlygų buvo susijusi su filmavimu *Ciudad de la Luz* (tai prieštarauja ketvirtajam kinematografijos komunikato kriterijui, kuris neapima pagalbos priedų konkrečiai filmų gamybos veiklai).

([37]) 2001 m. kinematografijos komunikate nustatomi kriterijai, pagal kuriuos pagalbos schemoms, kuriomis remiama audiovizualinių kūrinių gamyba, galėtų būti taikoma 107 straipsnio 3 dalies d punkte nustatyta leidžianti nukrypti nuostata dėl kultūros.

(113) Galiausiai šiame sprendime nėra jokio poreikio toliau nagrinėti, ar pagalba buvo suteikta filmų gamintojams.

VI. **IŠVADA**

(114) Komisija mano, kad Ispanija suteikė *Ciudad de la Luz SA* valstybės pagalbą, pažeisdama Sutarties dėl Europos Sąjungos veikimo 108 straipsnio 3 dalį. Privatus investuotojas Valensijos regiono atliktų investicijų į *Ciudad de la Luz* tokiomis pat sąlygomis nebūtų atlikęs. Todėl Komisija mano, kad visos viešosios investicijos į šį projektą yra neteisėta pagalba.

(115) Taigi iki 2010 m. gruodžio mėn. suteiktos pagalbos sumą sudaro 265 089 599 EUR tiesioginių viešųjų investicijų į *Ciudad de la Luz* SA ir visų paskatų, kurios buvo suteiktos filmų gamintojams iškėlus sąlygą, kad būtų filmuojama *Ciudad de la Luz*, bendra suma.

(116) Vadovaujantis Sutartimi dėl Europos Sąjungos veikimo ir nusistovėjusia Teisingumo Teismo praktika, Komisija yra kompetentinga nuspręsti, kad konkreti valstybė narė turi panaikinti pagalbą arba ją pakeisti ([38]), kai nustatoma, kad ji nedera su vidaus rinka. Teismas taip pat nuolat teigė, kad valstybės prievolė panaikinti pagalbą, kurią Komisija laiko nesuderinama su vidaus rinka, arba ją pakeisti skirta anksčiau buvusiai padėčiai atkurti ([39]). Šiuo atžvilgiu Teismas yra nustatęs, kad šis tikslas yra pasiektas, jei gavėjas grąžina neteisėtą pagalbą ir taip praranda savo konkurentų atžvilgiu rinkoje turėtą pranašumą ir yra atkuriama iki pagalbos suteikimo buvusi padėtis ([40]).

(117) Pagal tą Teismo praktiką Tarybos reglamento (EB) Nr. 659/1999 ([41]) 14 straipsnyje nustatyta, kad „jeigu esant neteisėtai pagalbai priimami neigiami sprendimai, Komisija nusprendžia, kad suinteresuotoji valstybė narė turi imtis visų priemonių, kurios būtinos, kad pagalba būtų išieškota iš gavėjo“,

PRIĖMĖ ŠĮ SPRENDIMĄ:

1 straipsnis

Pradinis akcinis kapitalas ir paskesni akcinio kapitalo padidinimai, kurių bendra vertė yra 94 459 719 EUR, *Ciudad de la Luz* skirti žemės sklypai, kurių vertė yra 9 800 040 EUR, dalyvavimo paskolos, kurios sudaro 115 mln. EUR, nuo 2008 m. išleistos konvertuojamosios obligacijos, kurių bendra vertė iki 2010 m. gruodžio 31 d. sudaro 45 829 840 EUR, ir visos filmų gamintojams su filmavimo *Ciudad de la Luz* komplekse sąlyga suteiktos paskatos, kurias Ispanija, pažeisdama Sutarties 108 straipsnio 3 dalį, neteisėtai suteikė *Ciudad de la Luz SA*, yra su vidaus rinka nesuderinama valstybės pagalba.

2 straipsnis

1. Ispanija iš pagalbos gavėjo susigrąžina 1 straipsnyje nurodytą suteiktą nesuderinamą pagalbą.

2. Nuo susigrąžintinų sumų nuo tos dienos, kai pagalbos gavėjas jomis pradėjo disponuoti, iki jų faktinio susigrąžinimo dienos skaičiuojamos palūkanos.

3. Palūkanų norma taikoma pagrindinei sumai ir sukauptoms palūkanoms pagal Tarybos reglamento (EB) Nr. 794/2004 ([42]) V skyrių.

4. Ispanija nuo šio sprendimo priėmimo dienos nutraukia visų dar neišmokėtų 1 straipsnyje nurodytos pagalbos sumų mokėjimą.

3 straipsnis

1. 1 straipsnyje nurodyta pagalba nedelsiant ir veiksmingai susigrąžinama.

2. Ispanija užtikrina, kad šis sprendimas būtų įgyvendintas per keturis mėnesius nuo pranešimo apie šį sprendimą dienos.

4 straipsnis

1. Per du mėnesius nuo pranešimo apie šį sprendimą dienos Ispanija pateikia šią informaciją:

a) bendrą sumą (pagrindinę sumą ir palūkanas), kuri turi būti susigrąžinta iš pagalbos gavėjo;

b) išsamų priemonių, kurių jau imtasi ir kurių planuojama imtis siekiant laikytis šio sprendimo, aprašymą;

c) dokumentus, kuriais įrodoma, kad pagalbos gavėjui nurodyta grąžinti pagalbą.

2. Ispanija informuoja Komisiją apie pažangą, padarytą ėmusis nacionalinių priemonių šiam sprendimui įgyvendinti iki visiško 1 straipsnyje nurodytos pagalbos susigrąžinimo. Komisijos prašymu Ispanija nedelsdama pateikia informaciją apie priemones, kurių jau imtasi ir kurių planuojama imtis siekiant laikytis šio sprendimo. Ji taip pat pateikia išsamią informaciją apie iš pagalbos gavėjo jau susigrąžintas pagalbos sumas ir palūkanas.

([38]) 1973 m. liepos 12 d. sprendimo byloje C-70/72 *Komisija prieš Vokietiją* 13 punktas.
([39]) 1994 m. rugsėjo 14 d. sprendimo sujungtose bylose C-278/92, C-279/92 ir C-280/92 *Ispanija prieš Komisiją* 75 punktas.
([40]) 1999 m. birželio 17 d. sprendimo byloje C-75/97 *Belgija prieš Komisiją* 64–65 punktai.
([41]) OL L 83, 1999 3 27, p. 1.
([42]) OL L 125, 2004 4 28, p. 4.

5 straipsnis

Šis sprendimas skirtas Ispanijos Karalystei.

Priimta Briuselyje 2012 m. gegužės 8 d.

Komisijos vardu
Joaquín ALMUNIA
Pirmininko pavaduotojas

A PRIEDAS

Informacija apie gautas, susigrąžintinas ir jau susigrąžintas pagalbos sumas

Pagalbos gavėjas	Bendra pagal šią schemą gautos pagalbos suma (*)	Bendra susigrąžintinos pagalbos suma (*) (Pagrindinė suma)	Bendra jau grąžinta suma (*)	
			Pagrindinė suma	Palūkanos

(*) Mln. nacionalinės valiutos.

I PRIEDAS

***Ciudad de la Luz* (CDL) Tinkamų kapitalo sąnaudų apskaičiavimo kapitalo biudžeto sudarymo sprendimuose metodas 2009 m. liepos mėn.**

Tikslas

Šios ataskaitos tikslas – nustatyti, ar investicijos į projektą, kurį įgyvendinant įsteigta įmonė *Ciudad de la Luz* (CDL), gali būti laikomos valstybės pagalba. Pagal rinkos ekonomikos investuotojo principą atlikta investicija laikoma valstybės pagalba, jeigu numatomas atlygis, kurį gaus valstybė, yra mažesnis nei suma, kurios to konkretaus projekto aplinkybėmis būtų pareikalavęs privatus investuotojas.

Privataus kapitalo investuotojas [1] į CDL projektą būtų norėjęs investuoti tuo atveju, jeigu numatoma vidinė grąžos norma [2] būtų didesnė nei alternatyviosios nuosavo kapitalo sąnaudos [3] (t. y. grąža, kurią jis būtų galėjęs gauti panašiame projekte) ar joms lygi.

Toliau pateikiamoje analizėje pritaikome kapitalo įkainojimo modelį nuosavo kapitalo sąnaudoms nustatyti. Tai svarbus matas, kuris leidžia nustatyti, ar privatus investuotojas būtų ėmęsis CDL projekto.

Tokiu būdu nustatomas parametrų intervalas paskui palyginamas su faktiniais reprezentatyvios CDL konkurentų imties veiklos rezultatais. Šį metodą – būtent naudoti faktinius veiklos rezultatus šios rūšies projektų alternatyviųjų kapitalo sąnaudų lyginamajam standartui nustatyti – savo pateiktoje ataskaitoje taikė LECG. Kaip bus matyti toliau, LECG pasirinktas faktinių veiklos rezultatų matas nėra teisingas lyginamajam standartui nustatyti. Dar svarbiau tai, kad bet kokia faktinių veiklos rezultatų metrika yra nepakankamas kriterijus *ex ante* reikalaujamai grąžai nustatyti.

Mes nustatėme, kad alternatyviosios kapitalo sąnaudos šiam projektui turėtų sudaryti maždaug 14,91 %. Taigi privatus investuotojas pareikalautų didesnės nei 14,91 % vidinės grąžos normos. Kaip matyti iš 2004 m. CDL pasiūlyto verslo plano (tai yra naujausia finansinė informacija, kuria pagrįstas dabartinis projektas), investicijų į CDL vidinė grąžos norma sudarė 5,74 % [4].

Taigi privatus investuotojas į CDL projektą nebūtų investavęs, nes jo vidinė grąžos norma yra mažesnė nei alternatyviosios kapitalo sąnaudos.

Nuosavo kapitalo sąnaudos [5]

Nuosavo kapitalo grąža yra būtiniausia reikalaujama grąžos norma, kurią CDL privalo pasiūlyti savo akcininkams, kad atsilygintų jiems už:

— pinigų laiko vertę,

— riziką, susijusią su investavimu į CDL.

Svarbu pabrėžti, kad atitinkama grąžos norma yra numatoma būsima grąža, o ne praeityje buvusi grąža. Nuosavo kapitalo sąnaudos atspindi alternatyviąsias įmonių ar projektų, susijusių su tokia pat (ar panašia) veikla ir finansine rizika, kaip nagrinėjamas projektas, akcininkų investicijų sąnaudas.

Toliau taikome plačiai pripažintą nuosavo kapitalo sąnaudų apskaičiavimo metodą, t. y. kapitalo įkainojimo modelį.

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

čia:

— K_e yra nuosavo kapitalo sąnaudos, išreikštos %,

— R_f yra nerizikinga norma, išreikšta %,

— $(R_m - R_f)$ yra rizikos priedas, išreikštas %,

— ß yra „beta“, su CDL akcija susijusios sisteminės (nediversifikuojamos) rizikos matas, atspindintis ir veiklos, ir finansinę riziką.

[1] Nesant skolos.
[2] Pagal apibrėžtį vidinė grąžos norma atitinka diskonto normą, todėl grynoji esamoji investicijos vertė lygi nuliui.
[3] R. A. Brealey ir S. C. Myers, 2000 m., *Principles of Corporate Finance*, šeštas leidimas (5 skyrius, p. 100).
[4] Nors yra naudojamas šis lyginamasis standartas, nereikėtų manyti, jog laikomasi nuomonės, kad šis skaičius yra tikslus. Tikslias grynųjų pinigų srautų prognozes sunku nustatyti, todėl 5,74 % rodiklis geriausiu atveju greičiausiai yra viršutinė riba.
[5] Priede pateikiama bendra vidutinės svertinės kapitalo kainos (VSKK), kuri apima ir nuosavą, ir skolintąjį kapitalą, apibrėžtis.

Pagal rinkos praktiką kaip nerizikingą normą galima taikyti ilgalaikių (paprastai 10 metų trukmės) Vyriausybės obligacijų normą veikimo šalyje.

Kaip rizikos priedą reikėtų naudoti gana ilgai praeityje taikytą rizikos priedą. Pagal bendrą rinkos praktiką imamas diversifikuoto akcijų indekso veikimo šalyje praeityje buvusios grąžos ir nerizikingos normos skirtumas.

Taikymas *Ciudad de la Luz* projektui

2004 m. vidutinė metinė dešimties metų trukmės Vyriausybės obligacijų grąža Ispanijoje sudarė 4,1 % ([1]).

R_f = 4,1 %

Kaip teigia P. Fernández (2004 m.) ([2]), praeityje (1991–2003 m. laikotarpiu, kuris maždaug atitinka laikotarpį iki mūsų nagrinėjamų investicijų) buvęs Vyriausybės obligacijų rizikos priedas Ispanijoje sudarė 6,8–9,3 % (skirtumą lemia vidurio apskaičiavimo metodas – aritmetinis ir geometrinis). Savo rizikos priedo vertinime taikome apatinę šio intervalo ribą.

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

Galiausiai beta koeficientui apskaičiuoti naudojame viešai prieinamą informaciją apie įmones, kurias Ispanijos institucijos pavadino tiesioginėmis CDL konkurentėmis.

2001 m. *KBC Securities* parengė ataskaitą, kurioje pateikiama būtina informacija dešimties metų trukmės investicijos į ***Carrere Group*** grynajai esamajai vertei apskaičiuoti. Atkreipkite dėmesį į tai, kad ir šios investicijos data, ir jos trukmė maždaug sutampa su nagrinėjamu atveju. KBC ataskaitoje taikyta 12 % diskonto norma, o nurodytas beta koeficientas sudarė 1,8. Atsižvelgiant į tai, kad ***Carrere*** finansinės rizikos profilis yra kitoks nei CDL (į *Carrere* kapitalo struktūrą įtraukta skola), mums reikia patikslinti šį beta koeficientą ir apskaičiuoti beta neįskaitant finansinio sverto veiklos rizikos profiliui išskirti. Beta koeficientui neįskaitant finansinio sverto apskaičiuoti naudojama ši formulė:

$$\text{Beta}_{\text{neįskaitant finansinio sverto}} = \text{Beta}_{\text{įskaitant finansinį svertą}}/[1 + (1 - T)\ D/E]$$

čia T yra taikomas mokesčio tarifas. Mokesčio tarifas Prancūzijoje, kur yra įsisteigusi *Carrere*, sudaro maždaug 33 %, o sverto duomenis galima rasti pirminėje KBC ataskaitoje. Kai buvo išleidžiama akcijų emisija, svertas sudarė 10 %. Šis dydis patvirtintas *Bloomberg* duomenimis.

Naudodami šias parametrų vertes, gauname tokią beta koeficiento neįskaitant finansinio sverto vertę:

$$\text{Beta}_{\text{neįskaitant finansinio sverto}} = 1{,}68$$

2008 m. panašų ***Studio Babelsberg*** – kitos įmonės, kuria Ispanijos institucijos pavadino tiesiogine CDL konkurente, – vertinimą Vokietijoje atliko *Der Spezialist fur Finanzaktien*. Toje ataskaitoje nurodomos 12 % kapitalo sąnaudos ir 1,5 beta koeficientas. Kai buvo paskelbta ši ataskaita, ***Studio Babelsberg*** neturėjo skolintojo kapitalo, o tai reiškia, kad jos kapitalo struktūra buvo tapati CDL struktūrai, taigi šiuo atveju beta koeficiento tikslinti nereikia.

Šie iš išsamių ataskaitų apie du tiesioginius konkurentus gauti tiesioginiai įrodymai rodo, kad CDL taikytinas beta koeficientas turi atitikti (bent) 1,5–1,68 intervalą. Be to, investicijos į CDL dėl Komisijos detaliai jau išaiškintų priežasčių greičiausiai bus susijusios su didesne nefaktorine rizika. Kitaip tariant, CDL beta koeficientas greičiausiai yra didesnis nei jos konkurentų.

Toliau apskaičiuojame aritmetinį šių dviejų skaičių vidurkį ir priskiriame jį CDL (neatsižvelgdami į tai, kad su CDL siejama nefaktorinė rizika greičiausiai yra didesnė). Reikėtų pažymėti, kad šiuos skaičius pateikė finansų analitikai, kurie atliko išsamią *Carrere* ir *Studio Babelsberg* analizę.

Taigi apatinė privataus investuotojo laukiamos nuosavo kapitalo grąžos riba būtų tokia:

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

Nustatyti šį skaičių verta, nes jis rodo, kad gerokai mažesnė nei **14,91 %** VSKK vertė gali būti iš karto atmesta.

LECG metodikos klaidos

LECG tyrime pateikiamas apskaičiavimas, kurį atlikus nustatytas 5,15 % diskonto koeficientas, yra metodiškai klaidingas. LECG tvirtino, kad tinkamas vidutinės svertinės kapitalo kainos (VSKK) kriterijus yra vieno, galbūt dviejų konkurentų (*Pinewood* ir *Babelsberg*) realizuota turto grąža.

([1]) *Global Insight*.
([2]) Pablo Fernández (2004 m.), *Market risk premium: required, historical and expected*. Mokslinis darbas, IESE verslo mokykla.

Visų pirma apskaitiniai grąžos rodikliai, kaip antai turto grąža, teisingu investuotojo laukiamos vidutinės grąžos matu paprastai neturėtų būti laikomi dėl bent trijų priežasčių [1]. Apskaitiniai grąžos rodikliai apskaičiuojami kasmet, o racionalus investuotojas grąžą vertins visu projekto laikotarpiu. Antra, apskaitos informacija yra praeities informacija apie įmonę, todėl labiau tinka faktiniams įmonės veiklos rezultatams, o ne *ex ante* laukiamiems investicijų rezultatams vertinti. Galiausiai investuotojus iš tikrųjų domina ne buhalterinis pelnas, o piniginė nauda, t. y. grynųjų pinigų srautai, kuriuos jie gauna iš savo investicijų.

Be to, VSKK matą LECG būtų reikėję lyginti su panaudoto kapitalo, o ne su turto grąža. VSKK matas susijęs su visu kapitalu, t. y. su nuosavu kapitalu ir finansine skola. Tačiau tipiško balanso įsipareigojimų dalyje rasite ne tik nuosavą kapitalą ir finansinę skolą, bet ir trumpalaikius įsipareigojimus, t. y. tiekėjams mokėtinas sumas. Taigi bendras turtas yra lygus bendram kapitalui arba už jį didesnis, o kalbant apie konkrečią grąžą, turto grąža yra mažesnė nei panaudoto kapitalo grąža arba jai lygi [2]. Taigi su VSKK turėtų būti lyginama panaudoto kapitalo grąža, o ne turto grąža. Projektas teigiamą vertę užtikrina tik tuo atveju, jeigu realizuota panaudoto kapitalo grąža yra lygi VSKK arba už ją didesnė.

Konkurentų duomenys

Prieš pradėdami nagrinėti rinkos duomenis norėtume dar kartą pabrėžti, kad tinkamas lyginamasis standartas yra *ex ante* nuosavo kapitalo sąnaudos. Nustatyti faktiniai grąžos rodikliai yra nepakankamas *ex ante* lūkesčių kriterijus, nes faktinė realizuota grąža nebūtinai yra lygi *ex ante* reikalautai grąžai. Jei investuotojus domina sektoriaus praeities veiklos rodikliai, jie turėtų pažvelgti į panaudoto kapitalo grąžą, faktinę grąžą, kuri įvairių įmonių kapitalo struktūros požiūriu yra gana neutrali, nes apima ir skolintąjį, ir nuosavą kapitalą. Didėjant įmonėje naudojamo sverto lygiui, nuosavo kapitalo grąža akcininkams didėja, palyginti su panaudoto kapitalo grąža.

Toliau nagrinėjame iš įvairių šaltinių paimtus reprezentatyvios konkurentų grupės panaudoto kapitalo grąžos duomenis ir stebime, ar rezultatai skiriasi nuo mūsiškių pritaikius nustatyto rodiklio parametrų.

1. *Amadeus duomenys*

AMADEUS yra *Bureau van Dijk* (BvD) *Electronic Publishing* tvarkoma išsami visą Europą apimanti duomenų bazė, kurioje saugoma finansinė informacija apie daugiau kaip 11 mln. viešųjų ir privačių įmonių 41 Europos šalyje. BvD yra viena pirmaujančių pasaulyje įmonių lygmens balanso duomenų tiekėjų; išsamiausi duomenys teikiami apie Europą.

MEDIAna yra skaičius, viršutinę imties pusę skiriantis nuo apatinės pusės. Jei stebimos vertės išdėstomos didėjančia ar mažėjančia tvarka, mediana yra per vidurį esanti vertė.

Aritmetinis vidurkis (vidurkis) yra visų stebėjimo verčių suma, padalyta iš stebėjimo verčių skaičiaus.

Daugelyje skirstinių mediana ir vidurkis sutampa. Empiriškai šie du rodikliai gali gerokai skirtis, jei, nepaisant didelio imties dydžio, stebimas skirstinys yra asimetriškas (pvz., nes jame yra tam tikrų išskirčių, t. y. kraštutinių verčių).

Toliau pateikiamiems duomenims būdinga tai, kad vidurkio vertės yra didesnės nei mediana (teigiama asimetrija). Kadangi vidurkis keičiasi atsižvelgiant į išskirtis, dėmesį sutelkiame į medianą. Atkreipkite dėmesį į tai, kad dėl to nustatomi grąžos rodikliai yra mažesni, palyginti su rodikliais, kurie būtų nustatyti taikant imties vidurkį.

Panašių įmonių grupių analizė

Pažvelgus į labai plačią imtį, kurią sudaro visa NACE 921 grupė (Kino filmų ir vaizdajuosčių gamyba, platinimas ir kitokia veikla), 1994–2008 m. laikotarpiui gaunama daugiau kaip 11 000 reikšmių.

	MEDIAna
Panaudoto kapitalo grąža	13,56 %

[1] Hans W. Friederiszick ir Michael Troge, Konkurencijos generalinis direktoratas, vyriausiojo ekonomisto grupė, *Applying the MEIP to State Owned Companies – Lessons learned from the German Landesbanken Cases*, *Competition Policy Newsletter*, Nr. 1, 2006 m. pavasaris.

[2] Ši painiava pasitaiko dažnai, nes finansinės literatūros vadovėliuose kai kurie autoriai taiko supaprastintą balansą, į kurį įtraukiamas tik nuosavas kapitalas ir finansinė skola ir neįtraukiama jokių trumpalaikių įsipareigojimų. Tokiais atvejais turto grąža iš tikrųjų yra lygi panaudoto kapitalo grąžai. Bet realiajame pasaulyje to paprastai nebūna.

Pinewood-Shepperton, *Carrere Group* ir *Barrandov Studio* priklauso mažesnei keturių skaitmenų NACE 9211 grupei (Kino filmų ir vaizdajuosčių gamyba). Be NACE klasifikacijos, panašios įmonės AMADEUS duomenų bazėje apibrėžiamos smulkiau – įmonės, kurioms priskirtas tas pats NACE kodas, sugrupuojamos pagal jų dydį. *Pinewood-Shepperton*, *Carrere Group* ir *Barrandov Studio* NACE 9211 kategorijoje priklauso „labai didelių įmonių“ grupei („labai didelės“ nėra absoliutus matas; įmonės yra „labai didelės“ atsižvelgiant į kitas NACE 9211 grupei priklausančias įmones). Šios panašių 45 įmonių grupės mediana ([1]) 2000–2006 m. laikotarpiu tais atvejais, kai duomenys buvo prieinami, yra tokia:

	MEDIAna
Panaudoto kapitalo grąža	10,1 %

Studio Babelsberg AMADEUS duomenų bazėje įrašyta su tokiu pat NACE kodu kaip ir pirmiau minėtos trys įmonės, bet yra laikoma tik „didele įmone“. Panašių „didelių įmonių“ grupę NACE 9211 grupėje sudaro 133 įmonės. Šios grupės mediana tuo pačiu laikotarpiu (2000–2006 m.) yra tokia:

	MEDIAna
Panaudoto kapitalo grąža	10,1 %

Cinecitta Studios įrašyta su NACE „reklamos“ kodu, o tai reiškia, kad ši panaši grupė netinka palyginimui atlikti. CDL taip pat buvo priskirta panašių įmonių grupei, kuriai suteiktas NACE kodas 7413 (rinkos tyrimas ir viešosios nuomonės apklausa), kuris, mūsų nuomone, mūsų vertinimui nėra aktualus.

2. ORBIS *duomenys* ([2])

Siekiant gauti informaciją apie įmones, minimas Ispanijos institucijų pateiktame dokumente, reikėjo pasinaudoti ORBIS. ORBIS buvo teikiama informacija apie šias įmones:

— Pinewood Shepperton

— Studio Babelsberg

— Carrere Group

— Cinecitta

— Ealing Studios

— Barrandov

— Prime Focus

— Ray Corp

— EUROPACORP

Šių įmonių 2002–2007 m. laikotarpio mediana yra tokia:

	MEDIAna
Panaudoto kapitalo grąža	10,82 %

Šią įmonių grupę sudaro aiškiai nustatyti konkurentai, todėl nėra jokio pavojaus įtraukti „išskirtį“, kuri iš tikrųjų neveikia tokiame pat segmente kaip CDL (tačiau taip gali būti panašių įmonių grupių, kurios buvo sudarytos AMADEUS, atveju). Todėl taip pat nurodome tos grupės vidurkį 2000–2007 m. laikotarpiu.

	Vidurkis
Panaudoto kapitalo grąža	12,26 %

([1]) Kaip minėta, šios grupės mediana yra mažesnė nei aritmetinis vidurkis. Šiai panašių įmonių grupės analizei AMADEUS pateikiama tik metinė panaudoto kapitalo grąžos mediana, susijusi su visa panašių įmonių grupe. Apžvelgiamo laikotarpio bendram rodikliui (tekste nurodytam skaičiui) nustatyti apskaičiavome „metinių medianų medianą“.

([2]) ORBIS yra pasaulinė duomenų bazė, kurioje saugoma informacija apie daugiau kaip 50 mln. viso pasaulio įmonių (*Bureau van Dijk Electronic Publishing*).

Išvada

Mūsų pritaikius parametrus apskaičiuotos alternatyviosios investicijų į CDL kapitalo sąnaudos sudaro 14,91 %. Jei sutinkame su nominaliąja grynųjų pinigų srautų verte, nustatyta CDL pasiūlytame 2004 m. verslo plane ir LECG analizėje, šio projekto vidinė grąžos norma yra 5,74 %. Tačiau pabrėžiame, kad 2004 m. verslo planuose prognozuojami grynųjų pinigų srautai atrodo pernelyg optimistiški, ypač atsižvelgiant į faktinius nuostolius, kuriuos įmonė patyrė 2002–2004 m. laikotarpiu. [1] Atsižvelgdami į turimą informaciją, galime numanyti, kad 2004 m. verslo plane pateikiami laukiami grynųjų pinigų srautai yra tų srautų viršutinė riba.

Kaip konstatuota įvade, investuotojas į projektą investuotų tik tuo atveju, jei jo vidinė grąžos norma būtų didesnė nei alternatyviosios kapitalo sąnaudos. Taigi investuotojas į CDL būtų pareikalavęs gerokai didesnės vidinės grąžos normos (t. y. bent 14,91 %), kad investuotų į šį projektą. Galime daryti išvadą, kad į CDL atliktos investicijos neatitinka rinkos ekonomikos investuotojo principo.

Taikydami 14,91 % VSKK ir darydami prielaidą, kad 2004 m. grynųjų pinigų srautų prognozės yra viršutinė tų srautų riba, šio projekto grynąją esamąją vertę apskaičiavome kaip diskontuotų pinigų srautų sumą. Iš Ispanijos institucijų pateiktos informacijos paaiškėja, kad 199 mln. EUR investicija yra grynųjų pinigų srautų suma 2005–2007 m. laikotarpiu. Į paskutinio laikotarpio grynųjų pinigų srautą įtraukta likutinė vertė, apskaičiuota taikant dividendų diskonto modelį:

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

Čia D_t reiškia t metais mokėtinus dividendus, g – dividendų augimo normą, o r yra diskonto norma.

Šio reiškinio rezultatas labai priklauso nuo D_t ir g parametrų. Nustatyti tikslius D_t ir g įverčius nėra šio rašto tikslas. Todėl kaip etaloną naudojame Ispanijos institucijų pasiūlytas vertes, būtent D_t = 8 651 (paskutinio laikotarpio grynųjų pinigų srautas), o g = 2,553 % (infliacijos rodiklis). Tačiau mes taikome mūsų apytikriai apskaičiuotą 14,91 % diskonto normą. Remiantis šiomis parametrų vertėmis, projektui nustatoma neigiama grynoji esamoji vertė, kuri sudaro -131,65 mln. EUR.

	2002 m.	2003 m.	2004 m.	2005 m.	2006 m.	2007 m.	2008 m.
Grynųjų pinigų srautas	– 884	– 1 792	– 2 601	– 118 177	– 55 813	– 25 088	4 462
Diskontas	(1 + VSKK)^2	1 + VSKK	1	1/(1 + VSKK)	1/(1 + VSKK)^2	1/(1 + VSKK)^3	1/(1 + VSKK)^4
14,91 %	1,3204	1,1491	1,0000	0,8702	0,7573	0,6591	0,5735
Diskontuotas pinigų srautas	**– 1 167,26**	**– 2 059,19**	**– 2 601,00**	**– 102 843,09**	**– 42 268,78**	**– 16 534,56**	**2 559,16**

	2009 m.	2010 m.	2011 m.	2012 m.	2013 m.	2014 m.	Grynoji esamoji vertė
Grynųjų pinigų srautas	5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	*80 447*	
Diskontas	1/(1 + VSKK)^5	1/(1 + VSKK)^6	1/(1 + VSKK)^7	1/(+ VSKK)^8	1/(1 + /VSKK)^9	1/(1 + VSKK)^10	
14,91 %	0,4991	0,4344	0,3780	0,3290	0,2863	0,2491	
Diskontuotas pinigų srautas	**2 758,17**	**2 849,86**	**2 586,30**	**2 650,40**	**2 378,07**	**20 041,62**	**– 131,65**

Pastabos dėl paskutinio pateikto dokumento (kovo 25 d.)

Kovo 25 d. dokumentui trūksta metodinio tikslumo ir jame daromi tam tikri svarbūs pareiškimai, kurie geriausiu atveju yra nepagrįsti. Jame teigiama:

[1] Šaltinis: *ORBIS* įmonės ataskaita.

„<…> šiai grąžai ir visų pirma rizikos priedui, kurio privatus investuotojas pareikalautų iš projekto, kiekybiškai įvertinti naudojami įvairūs modeliai, iš kurių labiausiai paplitęs yra kapitalo įkainojimo modelis. Pavyzdžiui, taikant šį modelį nagrinėjamam atvejui privatus investuotojas 2000 m. „būtų pareikalavęs“ 3,75 % rizikos priedo, o ne grąžos, ir 2,07 % – 2004 m.“,

ir pateikiama tokia lentelė:

1 *lentelė*

Iš CDL *reikalaujamo* rizikos priedo įvertis pagal kapitalo įkainojimo modelį.

	Rizikos priedas	*Ciudad de la Luz* beta koeficientas	Iš *Cuidad de la Luz reikalaujamas* rizikos priedas
2000	9,49 %	0,395	3,75 %
2004	5,25 %	0,395	2,07 %

Kitaip tariant, dokumente tvirtinama, kad CDL beta koeficientas yra 0,395. Tai nepagrįstas spėjimas, neparemtas jokiais nepaneigiamais ir patikrinamais duomenimis. Be to, jį sunku suderinti su sveiku protu.

Toliau pateikiame tiesiogines R. A. Brealey ir S. C. Myers, pagrindinio LECG pateiktame dokumente nurodomo šaltinio, citatas.

„<…> beta koeficientas rodo vertybinio popieriaus jautrumą rinkos judėjimui. Akcijų, kurių beta koeficientai didesni nei 1,0, kursai paprastai kinta labiau nei bendrai kinta rinka. Akcijų, kurių beta koeficientas svyruoja tarp 0 ir 1,0, kursai paprastai juda tokia pat kryptimi, kaip ir rinka, bet mažesniu mastu. Žinoma, rinka yra „visų akcijų portfelis“, taigi „vidutinės“ akcijos beta koeficientas lygus 1,0“ (septintas skyrius, p. 174).

Kitaip tariant, didesnį beta koeficientą turinčių akcijų kursų kintamumas yra didesnis, todėl jos yra rizikingesnės.

Investicijos į CDL yra bent tiek pat rizikingos kaip investicijos į jos įsitvirtinusius konkurentus, kurių beta koeficientai yra gerokai didesni nei 1 (žr. vertinimus, kuriuos atliko *KBC Securities* ir *Spezialist fur Finanzaktien*).

Galiausiai kalbant apie nerizikingą normą, atrodo itin neprincipinga remtis dabartine laikina finansų krize norint paneigti Komisijos pasirinktą vertę, kuri atitinka nerizikingą normą investavimo į CDL laikotarpiu.

Priedėlis

Projektui finansuoti investuotojai turi investuoti tam tikrą kapitalą. Toks kapitalas turi kainą. Tai yra kapitalo sąnaudos.

Paprastai yra du pagrindiniai kapitalo šaltiniai:

— nuosavas kapitalas (E),

— finansinis (skolintasis) kapitalas (D).

Susumavus nuosavą kapitalą ir skolintąjį kapitalą gaunamas bendras kapitalas (C), išreikštas EUR. Kiekvienas iš šių dviejų kapitalo šaltinių turi tam tikrą kainą. Pažymime, kad:

— K_e – tai nuosavo kapitalo sąnaudos, išreikštos %,

— K_d – tai finansinio (skolintojo) kapitalo sąnaudos, išreikštos %.

Taigi bendros kapitalo sąnaudos yra vidutinė svertinė kapitalo kaina (VSKK), apskaičiuota atsižvelgiant į nuosavo kapitalo dalį ir į skolintojo kapitalo dalį. Todėl turime tokią formulę:

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

Taip pat atkreipkite dėmesį į tai, kad K_d ir K_e yra numatomos finansinio kapitalo ir nuosavo kapitalo sąnaudos, o ne praeityje patirtos sąnaudos.

Atsižvelgdami į finansavimo paskolomis mokesčių lengvatas ir tardami, kad T yra CDL taikomas mokesčio tarifas, turime tokią formulę:

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

Konkrečiu CDL atveju 2000 m. verslo plane neminima jokių skolų. Kadangi šis projektas visas finansuojamas nuosavu kapitalu, turime tokią formulę:

$$VSKK = K_e$$

II PRIEDAS

(adaptuota iš 2010 m. kovo mėn. dokumento)

Atsakymas į LECG parengtą 2009 m. spalio 19 d. pateiktą dokumentą

Konsultacijų įmonės LECG parengtame atsakyme į Komisijos analizę dėmesys sutelkiamas į keturis klausimus:

1) Tariamai klaidingas kapitalo įkainojimo modelio naudojimas.

Nors LECG sutinka, kad kapitalo įkainojimo modeliu pagrįsta analizė yra teisingas būdas, ji reiškia abejones dėl Konkurencijos generalinio direktorato naudotų parametrų verčių. Tiksliau sakant, LECG tvirtina, kad:

— nuosavo kapitalo rizikos priedas turėjęs būti mažesnis ir

— beta koeficientai taip pat turėję būti mažesni.

2) Komisija neturėjusi apsiriboti tik *Consultia IT* parengtu verslo planu, taip pat turėjusi panaudoti *Arthur Andersen* parengtą 2000 m. verslo planą tinkamam lyginamajam standartui nustatyti.

3) Komisija nenaudojo tinkamų finansinių koeficientų numatomam CDL projekto pelningumui apytikriai apskaičiuoti.

4) Be to, Komisija neatsižvelgė į laukiamas pajamas iš viešbučių ir biuro patalpų projekto įgyvendinimo.

1. **Kapitalo įkainojimo parametrai**

1.1. *Nuosavo kapitalo rizikos priedas*

LECG abejoja mūsų sprendimu rizikos priedui Ispanijoje 2000 ir 2004 m. apytikriai apskaičiuoti naudoti su priedais susijusius remiantis P. Fernández (2004 m.) nustatytus praeities duomenis. LECG siūlo verčiau naudoti informaciją, kurią galima rasti vėlesniame to paties autoriaus darbe ([1]).

Kaip bus matyti toliau, LECG ataskaitoje šis darbas cituojamas labai atrankiai.

LECG ataskaitoje įrodinėjama, kad vietoj praeityje buvusio rizikos priedo turėtų būti naudojamas reikalaujamas nuosavo kapitalo rizikos priedas. Tačiau P. Fernández (2009 m.) teigia:

„Galima lengvai padaryti išvadą, kad nėra jokio visuotinai priimto nuosavo kapitalo rizikos priedo įverčio ar bendro metodo jam apskaičiuoti. <…>

Rekomendacijos dėl nuosavo kapitalo rizikos priedo, paimtos iš 150 finansų ir vertinimo vadovėlių, paskelbtų 1979–2009 m., svyruoja nuo 3 iki 10 %. Keliuose vadovėliuose įvairiuose puslapiuose naudojami skirtingi nuosavo kapitalo rizikos priedai ir daugelyje vadovėlių neskiriamos keturios skirtingos sąvokos, kurias reiškia žodžių junginys „nuosavo kapitalo rizikos priedas“: praeityje buvęs nuosavo kapitalo rizikos priedas, laukiamas nuosavo kapitalo rizikos priedas, reikalaujamas nuosavo kapitalo rizikos priedas ir numanomas nuosavo kapitalo rizikos priedas. <…>

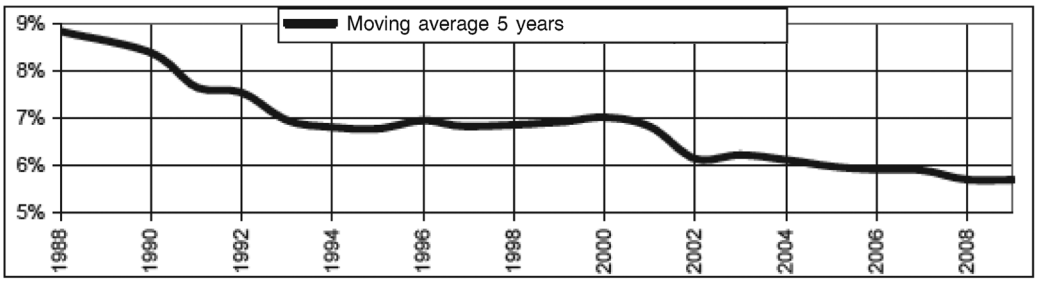
129-iuose iš nagrinėtų vadovėlių laukiamas ir reikalaujamas nuosavo kapitalo rizikos priedai laikomi sinonimiškomis sąvokomis, o 82-iuose laukiamas ir praeityje buvęs nuosavo kapitalo rizikos priedai neskiriami.“

Be to, kalbant apie konkrečią priedo vertę, LECG tyrime siūloma naudoti P. Fernández (2009 m.) neseniai pateiktą nuosavo kapitalo rizikos priedą. P. Fernández siūlo naudoti reikalaujamą nuosavo kapitalo rizikos priedą, sudarantį 3,8–4,3 %. Šis intervalas mūsų tikslams netinka bent dėl dviejų priežasčių. Pirma, jis turi esminių trūkumų, nes tai subjektyvus vieno asmens vertinimas. Reikėtų pažymėti, kad P. Fernández taip pat pateikia vidutinę vertę, nustatytą pagal 150 vadovėlių (žr. toliau pateikiamą diagramą). Antra ir svarbiausia, pasiūlymas naudoti 3,8–4,3 % vertę yra dabartinio nuosavo kapitalo rizikos priedo, o ne priedo, kuris vyravo 2000 ir 2004 m., įvertis. Parametrų vertės, kurios turi būti naudojamos kapitalo įkainojimo modelyje, turėtų atitikti tą laiką, kada buvo priimtas verslo

([1]) Pablo Fernández (2009 m.), *The Equity Premium in 150 Textbooks*. Mokslinis darbas, IESE verslo mokykla.

sprendimas (t. y. *ex ante*, o ne *ex post*). Kitaip tariant, turi būti taikomas nuosavo kapitalo rizikos priedas, vyraveęs 2000 m. (arba 2004 m.), o ne 2009 m. Tuo klausimu P. Fernández darbe (2009 m.) *yra* pateikiami bendri reikalaujamo nuosavo kapitalo rizikos priedo 2000 ir 2004 m. įverčiai. Visų pirma 2004 m. reikalaujamo nuosavo kapitalo rizikos priedo vertė viršija 6 %, o jo 2000 m. vertė sudaro apytikriai 7 %. Mūsų atliktas įvertis prieš paskelbiant šį darbą buvo teisingas ir pateko į šį intervalą, t. y. 6,8 %.

„Šioje schemoje parodomi reikalaujamo nuosavo kapitalo rizikos priedo slankiojo vidurkio (pastarųjų penkerių metų), naudojamo ar rekomenduojamo 150 finansų ir vertinimo vadovėlių, pokyčiai“



[5 metų slankusis vidurkis]

1.2. *Beta koeficientas*

Kalbant apie beta koeficientą, LECG ataskaitoje reiškiamos abejonės dėl vertinimo srityje besispecializuojančių privačių įmonių pateiktų įvertinimų naudojimo. Toliau pateikiame nuorodas į tyrimus, kuriais remiamės:

Carrere (informaciją, kurią panaudojome, galima rasti šios ataskaitos p. 5):

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

Studio Babelsberg (žr. p. 10):

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

Mūsų nuomone, tai yra būtent ta vieta, kurioje privatus investuotojas ieškotų informacijos beta *ex ante* nustatyti. Šie analitikai turi konkrečių įgūdžių *ex ante* vertinimams vertinti.

Dviejuose tyrimuose pateikiami tam tikrų artimų *Ciudad de la Luz* konkurentų beta koeficientai.

Pablo Fernández – autorius, kuris plačiai, bet atrankiai, cituojamas LECG tyrime, – yra daug parašęs, siekdamas parodyti, kad praeities beta koeficientai (t. y. tokie, kokius siūlo naudoti LECG) praktiškai yra bereikšmiai.

Savo moksliniame darbe *Are calculated betas worth for anything?* (mokslinis darbas, IESE verslo mokykla) Pablo Fernández (2008 m.) pateikia svarių argumentų prieš apskaičiuotųjų beta koeficientų naudojimą atliekant vertinimus:

„Mes įrodome, kad naudoti praeities beta koeficientą kaip numatomo beta koeficiento kriterijų apskritai yra didžiulė klaida. Pirma, nes apskaičiuoti prasmingą beta koeficientą yra praktiškai neįmanoma, kadangi praeities beta koeficientai kiekvieną dieną labai skyrėsi; antra, nes mes labai dažnai negalime tinkamai statistiškai patikimai pasakyti, kad vienos įmonės beta koeficientas yra mažesnis ar didesnis nei kitos įmonės beta koeficientas; trečia, nes praeities beta koeficientai daugeliu atvejų neturi daug prasmės: su didele rizika susijusių įmonių praeities beta koeficientai labai dažnai yra mažesni nei su maža rizika susijusių įmonių; ketvirta, nes praeities beta koeficientai labai priklauso nuo to, kurį indeksą mes naudojame jiems apskaičiuoti. <…> ([1])“ (pabraukta mūsų).

Trečiasis iš pirmiau nurodytų P. Fernández (2008 m.) iškeltų argumentų taip pat tinka parodyti, kad LECG pateikiami beta koeficientai negali būti teisingi. Iš tiesų, P. Fernández pareiškia, kad su didele rizika susijusios įmonės turi didelį beta koeficientą. Toks teiginys pagrįstas vien spėjimu: reikalaujama su didele rizika susijusio projekto (tokio kaip CDL) grąža turėtų būti didesnė nei diversifikuoto portfelio (pvz., IBEX 35) grąža.

([1]) A. Damodaran (Damodaran, Aswath (1994 m.), *Damodaran on Valuation*. Niujorkas, *John Wiley and Sons*) taip pat atkreipia dėmesį į šį klausimą, apskaičiuodamas *Disney* beta koeficientą. Taikydamas dienos duomenis, jis gauna 1,33, savaitės duomenis – 1,38, mėnesio duomenis – 1,13, ketvirčio duomenis – 0,44, o metų duomenis – 0,77. Taikydamas trejų metų laikotarpį jis gauna 1,04, penkerių metų laikotarpį – 1,13, o dešimties metų laikotarpį – 1,18. Be to, beta koeficientas priklauso nuo vertinimui pasirenkamo indekso; taigi beta koeficientas, apskaičiuotas atsižvelgiant į *Dow 30*, sudaro 0,99, atsižvelgiant į *S&P 500* – 1,13 ir atsižvelgiant į *Wilshire 5000* – 1,05.

Kitame darbe, kuriame daugiausia dėmesio skiriama Ispanijai (*On the instability of betas: the case of Spain*, 2008 m., mokslinis darbas, IESE verslo mokykla), Pablo Fernández vėl įrodinėja, kad naudoti pagal praeities duomenis apskaičiuotus beta koeficientus reikalaujamai nuosavo kapitalo grąžai apskaičiuoti yra didelė klaida.

„Tai klaidinga dėl septynių priežasčių:

1. nes pagal praeities duomenis apskaičiuoti beta koeficientai kiekvieną dieną labai skiriasi;

2. nes apskaičiuotieji beta koeficientai labai priklauso nuo to, koks akcijų indeksas yra naudojamas kaip rinkos etalonas.

3. nes apskaičiuotieji beta koeficientai labai priklauso nuo to, koks praeities laikotarpis (5 metai, 3 metai ir t. t.) naudojamas jiems apskaičiuoti;

4. nes apskaičiuotieji beta koeficientai priklauso nuo to, koks grąžos rodiklis (mėnesio, metų ir t. t.) naudojamas jiems apskaičiuoti;

5. nes mes labai dažnai nežinome, ar vienos įmonės beta koeficientas yra mažesnis nei kitos įmonės beta koeficientas, ar už jį didesnis;

6. nes apskaičiuotųjų beta koeficientų ir akcijų grąžos rodiklių koreliacija labai nedidelė;

7. nes beta koeficientams apskaičiuoti naudojamų regresijų koreliacijos koeficientai (ir R2) yra labai nedideli.“

Dokumente pateikiama daug pavyzdžių visiems šiems septyniems teiginiams pareikšti.

2. **Atitinkamas laikotarpis**

Savo ankstesnėje analizėje grynajai esamajai vertei apskaičiuoti kaip atskaitos metus naudojome 2004 m., nes tuo laiku jau buvo skirta visa 199,4 mln. EUR investicijų suma. Tačiau galime nesunkiai atlikti tokią pat analizę dėl 2000 m. Apskaičiuota VSKK būtų didesnė nei 2004 m. ([1]), o tai lemtų ir didesnis rizikos priedas (kuris, kaip rodo P. Fernández surinkta informacija, turėtų sudaryti maždaug 7 %, žr. 1.1 skirsnį), ir didesnė nerizikinga norma (kuri 2000 m. Ispanijoje sudarė 5,53 % ([2])). Taigi 8,84 % vidinė grąžos norma vis vien būtų gerokai mažesnė nei kapitalo sąnaudos (tiksliau, VSKK = 5,53 % + 1,59*7 % = 16,66 %).

Galima žengti dar vieną žingsnį ir apskaičiuoti šio projekto grynąją esamąją vertę 2000 m. Atsižvelgdami į visas išlygas, į kurias atkreipėme dėmesį savo ankstesnėje analizėje (t. y. dėl grynųjų pinigų srautų naudojimo nominaliąja verte ir dėl parametrų, naudojamų galutinei vertei apskaičiuoti, žinoma, išskyrus VSKK vertę), gauname tokią neigiamą grynąją esamąją vertę:

	2000 m.	2001 m.	2002 m.	2003 m.	2004 m.	2005 m.	2006 m.	Grynoji esamoji vertė
Grynųjų pinigų srautas	– 46 479	– 69 719	9 005	12 616	6 930	7 710	68 698	
Diskontas	1	1/(1 + VSKK)	1/(1 + VSKK)^2	1/(1 + VSKK)^3	1/(1 + VSKK)^4	1/(1 + VSKK)^5	1/(1 + VSKK)^6	
16,66 %	1	0,8572	0,7348	0,6298	0,5399	0,4628	0,3967	
Diskontuotas pinigų srautas	– 46 479	**– 59 762,56**	**6 616,67**	**7 946,13**	**3 741,50**	**3 568,16**	**27 252,87**	**– 57 116,22**

([1]) Mūsų skaičiavimais, taikant 4,1 % nerizikingą normą ir 6,8 rizikos priedą, 2004 m. VSKK sudarė 14,91.
([2]) Žr. *OECD Statistics*.

3. **Finansiniai koeficientai**

LECG ataskaitoje sutinkama su mūsų nuomone, kad kapitalo įkainojimo modelis yra tinkama priemonė *ex ante* kapitalo sąnaudoms įvertinti. Be to, ataskaitoje nepateikiama jokių argumentų panaudoto kapitalo grąžos, kaip kriterijaus VSKK nustatyti, naudojimui paneigti. Todėl nėra būtina pakartotinai išdėstyti ankstesniame rašte jau pateiktus argumentus. Tačiau vis vien gali būti verta priminti, kodėl panaudoto kapitalo grąža yra tinkamiausias koeficientas. Įmonės ekonominis pelningumas vertinamas *ex post* pagal panaudoto kapitalo grąžos ir kapitalo sąnaudų skirtumą, taigi jeigu reikėtų nustatyti lyginamąjį standartą, kuris būtų pagrįstas konkurentų praeities duomenimis, būtiniausiai investuotojų reikalaujamai grąžai nustatyti, tinkamas kriterijus intuityviai būtų vidutinė sektoriaus panaudoto kapitalo grąža.

4. **Viešbučių ir biuro patalpų įtraukimas į investicijų projektą**

Šioje dalyje tvirtinimai pagrįsti naujais įrodymais, būtent šešiomis žemės vertinimo ataskaitomis. Pirmiausia atkreipiame dėmesį į tai, kad šie įrodymai pateikti *ex post*, todėl informacijoje, kuri galimam investuotojui tuo metu buvo prieinama, šių įrodymų nebuvo ([1]). Antra, pažymime, kad *Arthur Andersen* parengtoje ataskaitoje tik minima galimybė pastatyti viešbučių kompleksą (III etape) ir tam tikras biuro patalpas (IV etape). Ataskaitoje pateikiamas viešbučių ir biurų vystymo sąnaudų įvertis, bet nėra nė vieno susijusių pajamų įverčio; taigi nėra jokios informacijos, kuria remiantis būtų galima įvertinti žemės vystymo pelningumą. Iš tiesų nepateikta jokio III ir IV etapų įgyvendinimo verslo plano. *Consultia IT* parengtame verslo plane nuoroda į viešbučius pateikiama tik netiesiogiai minint papildomų paslaugų vietą, o biurai iš viso neminimi. Be to, ekonominių ir finansinių prognozių skirsnyje ši veikla iš viso nenagrinėjama. Kitaip tariant, nebuvo nė vieno etapo, kuriame privatiems investuotojams būtų pateiktas su žemės vystymu susijęs verslo planas. Tai iš esmės reiškia, kad projekto *ex ante* vertinimas turėtų būti grindžiamas tik verslo planu, susijusiu su kino studijomis; iš tiesų, iš visų susijusių įrodymų matyti, kad žemės vystymas į pradinį verslo planą nebuvo įtrauktas. Iš esmės 2008 m. balandžio mėn. LECG pateikto dokumento 5 skirsnyje (*Viešbučių komplekso ir komercinio ploto* Ciudad de la Luz *operatyvinės vertės*) aiškiai nustatyta, kad išsamūs investicijų į paslaugų kompleksą (viešbučius ir komercinį plotą) duomenys nebuvo išnagrinėti nė viename iš dviejų verslo planų, nes i) minėtos paslaugos bet kuriuo atveju būtų pradėtos teikti po studijos įrengimo ir ii) studijos pelningumas buvo pakankamai didelis, todėl papildomų grynųjų pinigų srautų, kuriuos *Ciudad de la Luz* gali sukurti, tuo metu nagrinėti nebuvo būtina.

Tinkamą informaciją, kuri yra svarbi žemės vertinimui, galima rasti tik pasiūlymuose dėl viešbučių ir komercinio ploto statybos ir valdymo, kuriuos *Ciudad de la Luz* gavo 2005 m. ir kurie buvo apibūdinti minėtame 5 skirsnyje. Tai yra vertinimas, kurį tuo pat laikotarpiu, kuriuo buvo priimtas investicinis sprendimas, laikotarpiu, kuriam, be to, būdingas nekilnojamojo turto sektoriaus bumas, atliko rinka. Kaip bus paaiškinta kitame skirsnyje, EUROVAL atliktuose vertinimuose nepateikiama tinkamų nurodymų dėl žemės sklypų vertės.

Siekiant apskaičiuoti grynąją esamąją vertę atsižvelgiant į šiuos papildomus žemės vystymo planus, galima panaudoti rinkos nustatytą kainą (tai, kad ji yra gana nedidelė, kaip pripažįsta Ispanijos institucijos, iš tiesų įrodo, kad šis nekilnojamojo turto plėtros projektas privatiems investuotojams neatrodė labai patrauklus).

Toliau lentelėje pateikiami grynosios esamosios vertės apskaičiavimai, į kuriuos įtraukti nekilnojamojo turto vystymo planai remiantis pasiūlymais, kurie faktiškai buvo pateikti 2005 m. (560 000 EUR per metus, pakoreguota atsižvelgiant į infliaciją, kaip nurodo LECG). Galima lengvai pamatyti, kad grynoji esamoji vertė tebėra neigiama.

	2002 m.	2003 m.	2004 m.	2005 m.	2006 m.	2007 m.	2008 m.
Grynųjų pinigų srautas	– 884	– 1 792	– 2 601	– 118 177	– 55 813	– 25 088	4 462
Viešbučiams taikomas VKI				1,000	1,021	1,042	1,064
Viešbučiai				560	572	584	596
Iš viso	– 884	– 1 792	– 2 601	– 117 617	– 55 241	– 24 504	– 5 058
Diskontas	(1 + VSKK)^2	1 + VSKK	1	1/(1 + VSKK)	1/(1 + VSKK)^2	1/(1 + VSKK)^3	1/(1 + WACC)^4

([1]) 2008 m. balandžio 25 d. LECG ataskaitoje laikomasi tokio pat požiūrio, nes jos pradžioje (2.1 skirsnio pradžia) nurodoma, kad REIP taikymui svarbu yra tai: „Ar, atsižvelgiant į informaciją, kuri buvo prieinama tuo metu, kai buvo atlikta investicija, šis projektas siūlė pakankamą pelningumą, kad privatų investuotoją paskatintų nuspręsti atlikti ir šią investiciją? <…> Investicinis sprendimas turi būti nagrinėjamas *ex ante* požiūriu.“

	2002 m.	2003 m.	2004 m.	2005 m.	2006 m.	2007 m.	2008 m.
14,91 %	1,3204	1,1491	1,0000	0,8702	0,7573	0,6591	0,5735
Diskontuotas pinigų srautas	**– 1 167,26**	**– 2 059,19**	**– 2 601,00**	**– 102 355,76**	**– 41 835,77**	**– 16 149,82**	**2 901,01**

2009 m.	2010 m.	2011 m.	2012 m.	2013 m.	2014 m.	Grynoji esamoji vertė
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 + VSKK)^5	1/(1 + VSKK)^6	1/(1 + VSKK)^7	1/(+ VSKK)^8	1/(1+/VSKK)^-9	1/(1 + VSKK)^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**

Keletą žemės vertinimo ataskaitų parengė įmonė *Euroval*. Parengti šias ataskaitas užsakė *Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana, Ciudad de la Luz* (CDL) investuotojas. Ataskaitose ketinta pateikti objektyvų žemės, kuri būtų naudojama viešbučiams ir biurams CDL komplekse statyti, vertinimą. Jose pateikiamas 2000, 2002 ir 2009 m. vertinimas. Kiekvieniems iš šių metų įvertinti du sklypai: sklypas, skirtas viešbučių komplekso statybai, ir sklypas, skirtas biurų kvartalams, taigi iš viso parengtos 6 vertinimo ataskaitos.

Šiose ataskaitose laikomasi maždaug tokios pat metodikos, todėl kai kurios iš mūsų pastabų yra bendro pobūdžio; jei daroma nuoroda į konkrečius teiginius, nurodoma atitinkama ataskaita.

Šiose pastabose apibūdinami minėtų ataskaitų trūkumai ir daroma išvada, kad jose pateikti vertinimai yra nepatikimi. Be to, šiose pastabose pažymima, kad vertinimo ataskaita nedera su kai kuriais iš teiginių, nustatytų Ispanijos institucijų anksčiau pateiktuose dokumentuose. Galiausiai šiose pastabose nurodoma, kokio pobūdžio įrodymai galėjo būti panaudoti žemės vertės įverčiui nustatyti.

4.1. *Ataskaitos*

Kaip matyti, *Euroval* nė vienos iš šių ataskaitų nepasirašė ir antspaudu nepatvirtino, t. y. nėra visiškai jokių įrodymų, kad ši įmonė prisiima atsakomybę už vertinimus.

Ispanijos institucijos tvirtina, kad 2000 ir 2002 m. parengtos žemės vertinimo ataskaitos neatitinka ministro potvarkio ECO 805/2003 dėl pastatų vertinimo reikalavimų, „nes jų tikslas yra kitoks nei to potvarkio taikymo sritis“ (pvz., ataskaitos, kurioje pateikiamas biuro patalpų vertinimas 2000 m., p. 3). Kodėl minėtas ministro potvarkis neturėtų būti taikomas, nepaaiškinta. Minėtas ministro potvarkis taip pat minimas kartu su Įstatymu Nr. 6/1998 dėl žemės vertinimo (minėtos ataskaitos p. 13). Įrodinėjama, kad „vertinimą atliekanti techninė grupė gali nevaržoma taip koreguoti apskaičiavimus ir taikyti tokias hipotezes, kurios, jos nuomone, yra tinkamiausios siekiamam tikslui“, kadangi tai 2002 m. atgaline data atliktas 2000 m. vertinimas. Tačiau patikslinimai ir hipotezės išsamiai neišaiškintos. Be to, neaišku, kodėl negali būti taikomi galiojantys teisės aktai, visų pirma dėl žemės vertinimo. Taip pat nepagrįsta, kodėl netaikomi tuo metu galioję teisės aktai.

Ataskaitoje, kurioje pateikiamas *dabartinis* (2009 m.) biurų kvartalams skirto sklypo vertinimas, pateikiamas dar didesnę nuostabą keliantis pareiškimas. Tvirtinama, kad vertinimo metodai, taikytini pagal *šiuo metu galiojančius teisės aktus*, gali būti pritaikyti, nes: „kadangi vertinimo tikslas yra materialus indėlis aptariamą dieną, vertinimą atliekanti techninė grupė gali nevaržoma taip koreguoti apskaičiavimus ir taikyti tokias hipotezes, kurios, jos nuomone, yra tinkamiausios siekiamam tikslui“. Kitaip tariant, vertinimo metodai, kurie turi būti taikomi pagal

teisės aktus, gali būti pakeisti, nes atlikus šį vertinimą nebus atlikta jokio piniginio sandorio. Tiksliau sakant, techninė grupė pripažįsta besilaikanti nuomonės, kad ji gali daryti tokius patikslinimus, kokius laiko tinkamais atsižvelgdama į „siekiamą tikslą“, nes vertinimas nesusijęs su jokiais realiais pinigais ir (arba) sandoriu.

Taigi nenuostabu, kad *Euroval* nė vienos iš šešių ataskaitų oficialiai nepatvirtino.

4.1a. Su biuro patalpų statyba susijusios ataskaitos (NNT sklypas)

Šiose ataskaitose taip pat turėjo būti aiškiau paaiškinta, ką reiškia žemės priskyrimas prie „naudoti paslaugoms teikti“ kategorijos.

Labiausiai akį rėžiantis šių ataskaitų trūkumas yra tai, kaip jose nustatomos biuro patalpų *Ciudad de la Luz* komplekse orientacinės kainos. 2000 m. ataskaitos 18 p. išvardyti devyni sandoriai, įskaitant kainą, sumokėtą už kvadratinį metrą. Šie sandoriai įgyvendinti laikotarpiu nuo 1999 m. gruodžio mėn. iki 2000 m. rugsėjo mėn. ir vidutinė sumokėta kaina sudarė 1 111,7 EUR už kvadratinį metrą. Būtent ši vertė pasirinkta kaip biuro patalpų *Ciudad de la Luz* komplekse orientacinė kaina.

Ciudad de la Luz kompleksas įsikūręs už Alikantės miesto ribų ir yra šalia pramoninio komplekso (isp. *polígono industrial*). O minėti devyni sandoriai susiję su biurais (vidutinis jų dydis 115,26 kvadratinio metro), esančiais prestižiškiausiuose Alikantės verslo rajonuose. Naudoti šiuos sandorius 66 576,54 m^2 ploto, kuris būtų pastatytas *Ciudad de la Luz*, orientacinei kainai nustatyti paprasčiausiai nėra jokios prasmės.

Dabartinėms vertėms defliuoti ataskaitoje naudojamas Ispanijos vartotojų kainų indeksas (VKI, isp. *Indice de Precios al Consumo*, IPC). Visų pirma VKI panaudotas dabartiniam žemės vertinimui defliuoti pritaikant jį 2000 m. (p. 24). Pažymime, kad VKI, kaip matyti iš jo pavadinimo, neapima turto kainų infliacijos; šis indeksas apskaičiuojamas remiantis vartojimo prekių krepšeliu. VKI naudojimas žemės vertėms ir (arba) nekilnojamojo turto vertėms defliuoti, kaip paaiškinta toliau, toli gražu nėra nepavojingas.

Kaip žinoma, Ispanija išgyveno būsto rinkos bumą, kuris truko ilgiau nei 10 metų (dabartinės šalies makroekonomikos problemos dideliu mastu yra susijusios su tuo burbulu). Taigi žemės kainos kilo kur kas sparčiau nei bendras VKI.

Kaip rodo Ispanijos Vyriausybės Būsto ministerijos (isp. *Ministerio de Vivienda*, http://www.mviv.es/es/) surinkti statistiniai duomenys, laikotarpiu nuo 2000 m. pirmojo ketvirčio iki 2009 m. trečiojo ketvirčio (pasirinktas šis laikotarpis, nes jis atitinka laikotarpį, kuris imamas *Euroval* parengtoje 2000 m. ataskaitoje: nuo 2000 m. sausio mėn. iki 2009 m. rugpjūčio mėn.) būsto kainos Alikantės provincijoje padidėjo 122,2 %. Greitomis peržiūrėjus laiko eilutę matyti, kad nagrinėjamo laikotarpio pradžioje būsto kainos kilo sparčiausiai.

Tas pats statistikos šaltinis taip pat teikia žemės kainų duomenis; deja, ši eilutė prasideda tik 2004 m. 2004 m. pirmąjį ketvirtį vidutinė miesto žemės kvadratinio metro kaina Alikantės provincijoje buvo 234,3 EUR už 1 m^2. Atitinkamas daugiau kaip 50 000 gyventojų turinčių Alikantės provincijos savivaldybių rodiklis 2004 m. pirmąjį ketvirtį buvo 464,9 EUR už 1 m^2.

Žemės kaina, kuri gali būti skaičiuojama statant nekilnojamąjį turtą miesto žemėje, yra glaudžiai susijusi su būsto kainomis, todėl žemės kainų laikotarpiu nuo 2000 m. pirmojo ketvirčio iki 2003 m. ketvirtojo ketvirčio defliatoriaus artinį galima nustatyti pažvelgus į būsto kainų infliaciją tuo pat laikotarpiu. Ispanijos būsto ministerijos teigimu, laikotarpiu nuo 2000 m. pirmojo ketvirčio ir 2003 m. trečiojo ketvirčio būsto kainos Alikantės provincijoje padidėjo 80,1 %.

Taigi, neatsižvelgiant į tai, ar imama visos provincijos vidutinė žemės kaina (234 EUR už 1 m^2 2004 m. pirmąjį ketvirtį), ar tik didelių savivaldybių kaina (464,9 EUR už 1 m^2 pirmąjį ketvirtį), taikant tokio dydžio defliatorių (+/- 80 %) nustatyta žemės kaina 2000 m. pirmąjį ketvirtį būtų gerokai mažesnė nei nurodytoji *Euroval* ataskaitoje.

Taip pat verta paminėti, kad kainų pokyčių klausimu ataskaitos prieštarauja viena kitai. Kaip minėta, 2000 m. ataskaitos 18 p. išvardyti devyni sandoriai, įskaitant kainą, sumokėtą už kvadratinį metrą. Šie sandoriai įgyvendinti laikotarpiu nuo 1999 m. gruodžio mėn. iki 2000 m. rugsėjo mėn. ir vidutinė sumokėta kaina sudarė 1 111,7 EUR už kvadratinį metrą. Būtent ši vertė pasirinkta kaip biuro patalpų *Ciudad de la Luz* komplekse orientacinė kaina.

2009 m. ataskaitoje vadovaujamasi tokia pat metodika. Ataskaitos 18 p. išvardijami septyni sandoriai, įgyvendinti laikotarpiu nuo 2007 m. balandžio mėn. iki 2008 m. gruodžio mėn. Vidutinė vertė yra 2 736,22 EUR už kvadratinį metrą. Taigi 2009 m. ataskaitoje pateikiami ryškūs įrodymai, kad nekilnojamojo turto infliacija buvo gerokai didesnė nei 2000 m. ataskaitoje taikomi 33,5 %. Palyginę dvi ataskaitas, nustatome 146,1 % infliaciją. Tai atitinka Būsto ministerijos ataskaitas: laikotarpiu nuo 2000 m. pirmojo ketvirčio iki 2008 m. antrojo ketvirčio (laikotarpis, kuriuo buvo įgyvendinta didžioji 2009 m. ataskaitoje minimų sandorių dalis) būsto kainos Alikantės provincijoje padidėjo 152,1 %.

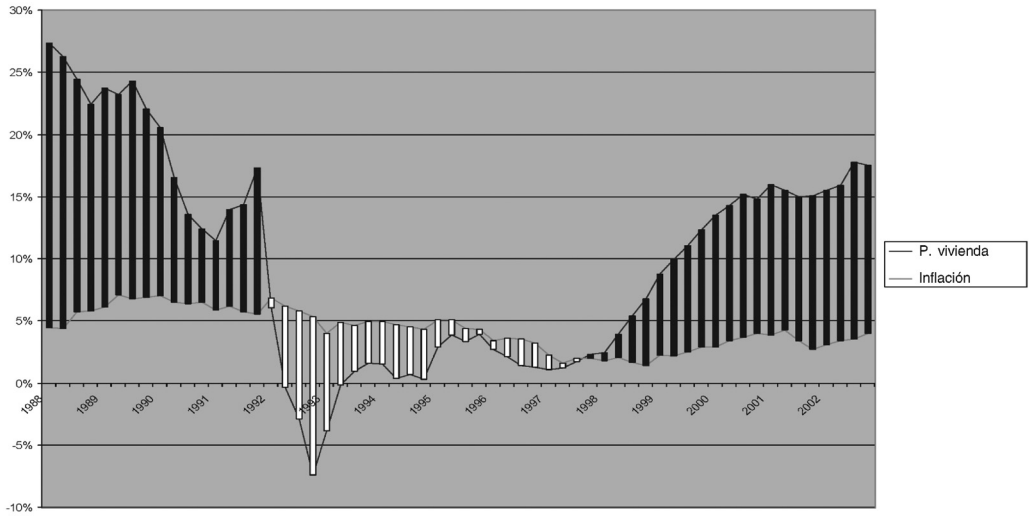
Atsižvelgiant į susijusių rodiklių dydį, tai, kad 2009 m. ataskaitoje pateikiami skaičiai defliuoti 15 % dabartinėms kainoms nustatyti, bendro vaizdo nekeičia.

Be kita ko, taip pat norėtume pabrėžti, kad imti nedidelių Alikantės centre esančių biurų kainas orientacinei *Ciudad de la Luz* komplekso kainai nustatyti nėra jokios prasmės.

Reikėtų turėti omenyje dar dvi pastabas. Pirma, nekilnojamojo turto rinkos bumo laikotarpiais žemės kaina paprastai kyla sparčiau nei galutinės būsto kainos. Bet kuriuo atveju būsto kainų indeksas žemės kainų infliaciją parodo mažesniu mastu. Antra, vidutinė žemės kaina didelėse savivaldybėse greičiausiai neatspindi žemės kainų tokioje vietovėje kaip ta, kurioje įsikūręs CDL kompleksas. Iš tiesų, didžioji dalis pagrindinių duomenų, kurie buvo panaudoti šiai vidutinei kainai nustatyti, susiję su miestuose ar visai šalia jų (pvz., priemiesčių *urbanizaciones*) esančia žeme; CDL kompleksas įsikūręs už miesto ribų esančioje vietovėje, kurioje gyvenamųjų būstų nėra daug (arba jų iš viso nėra).

Galiausiai būsto kainų infliaciją parodo *Unversidad Carlos III de Madrid* bakalauro pakopos studijų antrakursiams dėstoma medžiaga, kurią galima rasti interneto svetainėje http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/, *materiales, Tema I,* 67 skaidrė, kurią pateikiame toliau. Šie diagramoje pavaizduoti įrodymai dar kartą patvirtina, kad būsto kainos kilo kur kas sparčiau nei VKI.

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



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

Visose šiose ataskaitose pateikiami argumentai, kuriais siekta įrodyti, kad žemės vystymo sąnaudos yra menkos, gana neįtikinami, atsižvelgiant į tai, kad būtų reikėję prisiimti tam tikras papildomas sąnaudas.

Galiausiai 35 % (2002 m.) arba didesnis nei 50 % (2000 m.) pagal du vertinimo metodus (dinaminis likutinės vertės metodas ir VKI padidėjimas) nustatytų verčių skirtumas biurų komplekso atveju (NTT) parodo, kad vertinimas yra itin hipotetiškas.

4.1b. Viešbučių kompleksui skirto sklypo (NNH sklypo) vertinimo ataskaitos

2000 ir 2002 m. ataskaitos apie antrąjį sklypą („NNH“) turi tokių pat trūkumų (pvz., netinkamo defliatoriaus naudojimas, pagrindimo, kodėl netaikomi Ispanijos teisėje nustatyti vertinimo metodai, nepateikimas ir t. t.). Kaip minėta, nė viena iš šių ataskaitų nėra pasirašyta ar patvirtinta antspaudu.

Vis dėlto kai kurios papildomos pastabos yra tinkamos. 2000 ir 2002 m. ataskaitose, pasinaudojant vidutinėmis kainomis, nustatomos orientacinės viešbučio kambarių kainos. Tačiau šaltinis nenurodytas ir nėra aišku, ar tai susiję su Alikantės provincija (2002 m. ataskaita), ar su *Comunidad Valenciana* (2000 m. ataskaita).

Tokiu būdu nustatytos vidutinės kainos 2000 m. ataskaitoje yra 44,95 EUR už nakvynę ir 2002 m. ataskaitoje – 47,65 EUR už nakvynę. Nors šaltinis, kuriuo pagrįstos šios vertės, nenurodytas, šios kainos nėra nesuderinamos su anksčiau skelbtais skaičiais.

O 2009 m. ataskaitoje orientacinei kainai nustatyti pateikiamas šešių paklausiose vietose įsikūrusių viešbučių, kurie visi yra 4 arba 5 žvaigždučių, sąrašas. Nustatyta kaina sudaro 104 EUR už nakvynę. Nepateikiama jokio paaiškinimo, kodėl orientacinėms kainoms nustatyti taikyta metodika skiriasi nuo metodikos, taikytos 2000 ir 2002 m. ataskaitose.

Svarbiau tai, kad sunku suprasti, kodėl dėmesys sutelkiamas į 4 ar 5 žvaigždučių viešbučius. Ar yra kokių nors ženklų, kad už Alikantės ribų esantys 4 ar 5 žvaigždučių viešbučiai, įsikūrę šalia greitkelio bei *poligono industrial*, bus paklausūs?

Kartu tai, kad vienintelis viešbutis šalia CDL komplekso buvo praleistas, gana daug pasako. Tai viešbutis IBIS, kurio kainos *2010 m. vasarai* prasideda nuo 49 EUR už nakvynę (http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml, informacija rasta 2011 m. vasario 10 d.). Kalbant apie papildomus įrodymus, už prabangius apartamentus šalia golfo aikštyno (ir gana arti CDL) 2010 m. rugpjūčio mėn. prašyta 80 EUR už nakvynę (didžiausios paklausos sezonu, žr. http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, informacija rasta 2011 m. vasario 10 d.).

2009 m. NNH sklypo ataskaitoje taip pat pateikiama tam tikrų stebėtinų teiginių. Iš pradžių maloniai nustebina žinia, kad vertinimui atlikti taikytas metodas atitinka teisės aktus (13 p. rašoma: „Kaip metodinės nuorodos naudoti ministro potvarkyje ECO 805/2003 dėl nekilnojamojo turto vertinimo ir 1998 m. balandžio 13 d. įstatyme Nr. 6/1998 dėl žemės vertinimo nustatyti kriterijai, o vertinimo tikslas yra nustatyti vertę šią dieną.“ Tačiau 25 p. sužinoma, kad vertinimo ataskaitoje tame ministro potvarkyje nustatytų reikalavimų vis dėlto *nesilaikyta*: „Pagal 2003 m. kovo mėn. potvarkio ECO 805/2003 dėl nekilnojamojo turto vertinimo tvarkos 61 straipsnio 1 dalies b punktą norėtume pažymėti, kad šioje vertinimo ataskaitoje to potvarkio oficialiai nesilaikoma, nes jos tikslas nepatenka į šio potvarkio taikymo sritį“ (isp. *por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma*).

Taip pat įdomu pažymėti, kad dviejų sklypų (NNH ir NNT) kvadratinio metro įverčiai labai skiriasi. Nors negalima paneigti, kad šį skirtumą iš dalies gali paaiškinti numatomas panaudojimas (biurai ir viešbučiai), skirtumas vis vien yra įspūdingas. Viešbučiams nustatytos vertės svyruoja nuo 144,12 EUR už 1 m^2 (2000 m.) iki 188,35 EUR už 1 m^2 2009 m. Biuro patalpoms nustatyti atitinkami dydžiai svyruoja nuo 491,64 EUR už 1 m^2 (2000 m.) iki 800 EUR už 1 m^2 2009 m. Kas galėtų paaiškinti didžiulį šių dviejų vienas šalia kito esančių sklypų kainų pokyčių (infliacijos) skirtumą? Kaip įmanoma paaiškinti šį didesnį nei 300 % skirtumą?

Ar turėtumėme daryti išvadą, jog tą lemia tai, kad viešbučiams skirtam sklypui įvertinti taikyta metodika labiau atitinka teisės aktais nustatytus standartus? Ar tai reikėtų sieti su didesniu nakvynės viešbutyje kainos skaidrumu?

Taip pat tvirtinama, kad kintamosios sąnaudos sudaro 50 % pajamų (pvz., 2009 m. ataskaitos 18–19 p.). Kaip nustatytas tokių didelių dydžių įvertis?

Statybos sąnaudos apytikriai apskaičiuotos remiantis orientacinių kainų moduliu. 2000 ir 2002 m. ataskaitose pasirinkti teisingi skaičiai. Tačiau 2009 m. ataskaitoje naudojamas 2006 m. skaičius. Kodėl taip yra?

4.2. *Rizikos priedai*

Taip pat pažymime, kad ataskaitose pripažįstama, jog investicijos į viešbučius yra rizikingesnės nei investicijos į biuro patalpas (pvz., 2000 m. ataskaitos p. 12 ir 26). Ispanijos institucijos visą laiką sistemingai numatė statyti „viešbučių kompleksą“.

Panašiai ataskaitoje pažymima, kad diskonto normą (isp. *tipo de actualización*) parodo tokia formulė (2000 m. ataskaitos p. 16):

i = nerizikinga norma + rizikos priedas.

Tame pačiame puslapyje pateikiama lentelė, kurioje nurodomi būtiniausi taikytini rizikos priedai. Atitinkami priedai viršija *ex ante* laukiamą investicijų į *Ciudad de la Luz* grąžą.

Galiausiai rizikos priedai, naudojami 2000 m. ataskaitos 21 p. pateikiamuose apskaičiavimuose (10 %) yra mažesni nei priedas, nurodomas atitinkamoje lentelėje 16 p. (11 %).

4.3. *Patikimi vertinimai*

Patikimam žemės vertinimui nustatyti reikėjo pateikti maždaug 2000 m. atliktų įvairių panašias dydžio ir vietovės (šalia *Aguas Amargas* pramoninio komplekso) charakteristikas turinčių sklypų, kurie būtų skirti „naudoti paslaugoms teikti“ ir „naudoti viešbučiams“, vertinimus.