II

(Atos não legislativos)

DECISÕES

DECISÃO DA COMISSÃO

de 8 de maio de 2012

relativa ao auxílio estatal SA.22668 (C 8/08) (ex NN 4/2008)] concedido por Espanha a Ciudad de la Luz SA

[notificada com o número C(2012) 3025]

(Apenas faz fé o texto em língua espanhola)

(Texto relevante para efeitos do EEE)

(2013/126/UE)

A COMISSÃO EUROPEIA,

Tendo em conta o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, nomeadamente, o artigo 108.º, n.º 2, primeiro parágrafo,

Tendo em conta o Acordo sobre o Espaço Económico Europeu, nomeadamente o artigo 62.º, n.º 1, alínea a),

Após ter convidado as partes interessadas a apresentarem as suas observações em conformidade com as disposições supramencionadas [1] e tendo em conta essas observações,

Considerando o seguinte:

I. **PROCEDIMENTO**

(1) Em 22 de fevereiro de 2007, a Comissão recebeu uma denúncia em matéria de auxílios estatais do autor da denúncia A [2] relativa ao alegado auxílio concedido pela Comunitat Valenciana (Comunitat Valenciana) ao complexo de estudos cinematográficos Ciudad de la Luz. Em 15 de março de 2007, o autor da denúncia A confirmou que a sua denúncia podia ser comunicada às autoridades espanholas.

(2) Em 10 de abril de 2007, a Comissão comunicou a denúncia, na sua integralidade, às autoridades espanholas, solicitando informações sobre o alegado auxílio. Não tinha sido notificada à Comissão nenhuma medida de apoio ao cinema em Valência para ser autorizada à luz das normas em matéria de auxílios estatais.

(3) Depois de solicitar, em 18 de abril de 2007, uma prorrogação do prazo (concedida em 24 de abril), as autoridades espanholas responderam em 15 de junho de 2007 ao pedido de informação da Comissão.

(4) Em 30 de abril de 2007, o autor da denúncia A transmitiu ligações a artigos publicados na revista *Variety* nos quais, alegadamente, eram explicadas as subvenções que estavam a ser concedidas à filmagem de filmes na Comunitat Valenciana e confirmavam que Ciudad de la Luz estava a atrair produções cinematográficas de avultado orçamento [3].

(5) Em 13 de julho de 2007, a Comissão solicitou informações adicionais às autoridades espanholas. Depois de solicitar, em 18 de julho de 2007, uma prorrogação do prazo, concedida a 19 de julho, as autoridades espanholas responderam ao pedido de informação da Comissão em 8 de outubro de 2007.

(6) Em 15 de julho de 2007, a Comissão recebeu uma denúncia por parte do autor da denúncia B [4]. Depois de ter recebido o acordo do autor da denúncia, a Comissão transmitiu-a às autoridades espanholas em 2 de agosto de 2007.

(7) Por carta datada de 13 de fevereiro de 2008, a Comissão informou as autoridades espanholas de que tinha decidido dar início ao procedimento previsto no artigo 108.º, n.º 2, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia relativamente ao auxílio acima mencionado. As autoridades espanholas responderam em 28 de abril de 2008.

(8) A decisão da Comissão de iniciar o procedimento foi publicada no *Jornal Oficial da União Europeia* [5]. A Comissão convidou os terceiros interessados a apresentar as suas observações a propósito do auxílio.

([1]) JO C 134 de 31.5.2008, p. 21.

([2]) O autor da denúncia A é um grande estúdio cinematográfico europeu que pediu para manter o anonimato.

([3]) *New Valencia studio offers filme rebates* (Novos estúdios valencianos oferecem descontos para a rodagem de filmes) *Polanski's Pompeii takes shape* (A Pompeia de Polanski toma forma) http://www.variety.com/article/VR1117963040?refcatid=19&printerfriendly=true.

([4]) O autor da denúncia B é um dos grandes operadores do setor cinematográfico europeu, que também solicitou que a sua identidade não fosse revelada.

([5]) Ver nota 1.

(9) A Comissão recebeu observações de terceiros interessados e transmitiu-as às autoridades espanholas em 3 de outubro de 2008. Os comentários das autoridades espanholas foram recebidos em 21 de novembro e 29 de dezembro de 2008.

(10) No seguimento de uma reunião realizada em 11 de fevereiro de 2009 entre a Comissão e as autoridades espanholas, a Espanha forneceu informações adicionais em 30 de março de 2009.

(11) Em 26 de agosto de 2009, a Comissão enviou um novo pedido de informação a Espanha a que as autoridades espanholas responderam em 20 de outubro de 2009, tendo fornecido informações adicionais em 1 de fevereiro de 2010.

(12) Em 24 de maio de 2011, a Comissão enviou um novo pedido de informação que informava as autoridades espanholas da nomeação de um consultor económico independente, Ecorys. Espanha respondeu em 7 de junho de 2011. A Comissão respondeu à Espanha em 22 de julho de 2011.

(13) Em 1 de agosto de 2011, a Comissão enviou às autoridades espanholas o seu último pedido de informação, que incluía o relatório de Ecorys. Espanha apresentou as suas observações ao relatório da Ecorys em 3 de outubro de 2011. Em 11 de abril de 2012, Espanha comunicou novos dados sobre o investimento público na Ciudad de la Luz SAU.

II. **DESCRIÇÃO PORMENORIZADA**

(14) Situado nos arredores de Alicante (Comunitat Valenciana), Ciudad de la Luz é um grande complexo de estudos cinematográficos. A Generalitat Valenciana (Governo Regional de Valência) adotou a decisão inicial de investir no projeto Ciudad de la Luz em 24 de outubro de 2000.

(15) A Ciudad de la Luz SA foi constituída em 2 de novembro de 2000. Era seu objetivo desenvolver as atividades necessárias para a promoção, organização e gestão do complexo Ciudad de la Luz, incluindo a construção, gestão e exploração de instalações audiovisuais e cinematográficas, além de outras atividades afins de lazer e alojamento.

(16) 75 % do capital social inicial de 600 000 euros da Ciudad de la Luz SA pertencia ao Parque Temático de Alicante SAU, que se converteu posteriormente na Sociedade Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (SPTCV). A SPTCV é uma empresa pública que desenvolve atividades de investimento por conta da Generalitat Valenciana. Os restantes 25 % pertenciam às Producciones Aguamarga SL, empresa privada responsável pela execução das demais obras de construção, pela promoção da Ciudad de la Luz e pela gestão dos estúdios.

(17) Em novembro de 2001, o capital social aumentou para 9 milhões de euros. A SPTCV adquiriu a totalidade das novas ações, pelo que a sua participação passou para 98,4 %. A SPTCV voltou a aumentar a sua participação em fevereiro de 2003 e maio de 2004 mediante aquisições similares de novo capital social. Em julho de 2004, as Producciones Aguamarga venderam a sua participação de 0,2 % na Ciudad de la Luz SA [6] à SPTCV (por 139 059 euros). Desde então, a Generalitat Valenciana é proprietário de 100 % do capital social da Ciudad de la Luz SAL, através da SPTCV. A partir desse momento, a Ciudad de la Luz SAU passou a ser uma empresa pública pertencente integralmente à SPTCV, estando sujeita ao direito público em matéria de contratação e supervisão financeira. Não obstante, as Producciones Aguamarga continuaram a ocupar-se da gestão da Ciudad de la Luz.

(18) O complexo de estúdios cinematográficos abriu as portas às atividades de filmagem em agosto de 2005. Concebido para acolher as maiores produções fílmicas, as respetivas obras de construção começaram em 2002 e foram realizadas em três fases:

— Fase 1 (concluída): 6 platôs de filmagem com ar condicionado e uma superfície total de 11 000 m^2, edifícios de apoio à produção, 15 050 m^2 de oficinas e armazéns e duas zonas de filmagem de exteriores (*back lots*) num total de 14 hectares.

— Fase 2 (concluída depois de ter sido dado início ao procedimento de investigação formal): instalações de restauração, um edifício administrativo, um laboratório de pós-produção e uma terceira zona de filmagem de exteriores de 5 hectares com um tanque aquático de filmagem;

— Fase 2B (não iniciada): um grande tanque de água profunda com horizonte natural;

— Fase 3 (não iniciada): um platô de filmagem de 5 000 m^2 (que pretende ser o maior do mundo), outra zona de filmagem e 4 estúdios de televisão.

(19) O complexo alberga também um centro universitário consagrado à produção audiovisual (cinema, TV, rádio, Internet). O Centro oferece mestrados que abarcam todas as facetas da produção (artística, técnicas de *marketing*, comunicação). Nos planos iniciais do ano 2000, incluíam-se outros investimentos complementares em estruturas adjacentes, nomeadamente centros comerciais, hotéis e um complexo desportivo, suscetíveis de poder

[6] Com a transferência de capital de 7 de outubro de 2004, Ciudad de la Luz SA converteu-se em Ciudad de la Luz SAU, uma sociedade anónima unipessoal cujo capital social era inteiramente detido pela SPTCV.

gerar um fluxo de caixa positivo para o complexo, mas que, até à data, não foram concretizados. Apesar de a Generalitat Valenciana ter disponibilizado os terrenos necessários em 2004 e do lançamento, em 2005, dos concursos com vista à exploração destas atividades sob a forma de concessão, as propostas recebidas não foram suficientemente atrativas, pelo que não se efetuaram os investimentos adicionais.

(20) Determinados aspetos das instalações de vanguarda da Ciudad de la Luz colocaram o complexo cinematográfico numa posição de privilégio relativamente ao escasso número de grandes estúdios de cinema concorrentes em termos de capacidade para filmes de avultado orçamento. Assim, por exemplo, de acordo com os planos originais da Ciudad de la Luz, o platô de filmagem de 5 000 m^2 teria sido o maior do mundo ([7]). A Comissão observa que os grandes platôs de filmagem só têm interesse para as grandes produções cinematográficas.

(21) Até há pouco tempo, o estudo de cinema foi gerido pela Aguamarga Gestão de Estudos SL, que exercia funções de agente contra uma remuneração com base num contrato de gestão plurianual celebrado com o acionista.

Investimentos públicos realizados pela SPTCV e planos de negócios da Ciudad de la Luz

(22) Antes do arranque das obras de construção, em 1999--2000, alguns consultores independentes analisaram a viabilidade, o alcance e as linhas estratégicas do desenvolvimento da Ciudad de la Luz em quatro estudos apresentados pelas autoridades espanholas no contexto do procedimento de investigação formal.

(23) Estes estudos examinavam as perspetivas de crescimento do número de produções cinematográficas ([8]), comparavam localizações alternativas na Comunitat Valenciana para a construção de estudos cinematográficos ([9]) e apresentavam uma análise preliminar ([10]) e um plano de negócios ([11]) para um complexo de estúdios cinematográficos. As autoridades espanholas não tinham facultado estes estudos antes de a Comissão tomar a sua decisão de iniciar o procedimento de investigação formal em matéria de auxílios estatais relacionados com o projeto. Os dados que figuram na decisão de iniciar o procedimento, de 22 de fevereiro de 2008, provinham de um estudo (elaborado pela Consultia) que, segundo as autoridades espanholas, tinha sido efetuado em 2002. Não obstante, após a decisão de iniciação, Espanha informou a Comissão de que este estudo fora realizado em 2004.

(24) As conclusões do plano de negócios de 2000, elaborado pela Arthur Andersen ([12]), eram positivas, nomeadamente no tocante às perspetivas de rentabilidade a médio e a longo prazo. As previsões referiam fluxos de caixa positivos relativos ao projeto de estúdio cinematográfico por um período de cinco anos (2002-2006) subsequentes à conclusão das obras de construção dos edifícios dos estúdios, de uma sala de conferências e da escola de técnicas de cinema e televisão.

(25) O custo de construção destas fases foi estimado em 16 900 milhões de pesetas (101,7 milhões de EUR). O custo dos terrenos não estava incluído e o plano de negócios indicava que os custos podiam variar em +/- 30 %. Os custos das fases posteriores até à conclusão do projeto não foram quantificados.

(26) Entre 2000 e 2004, com base neste plano de negócios, a SPTCV investiu na Ciudad de la Luz mediante aumentos do capital social e aquisição de terrenos num total de 104 259 759 EUR. Para mais informações, ver considerando 53.

(27) Uma vez que as obras de construção duraram mais dois anos do que previsto e que o calendário de investimento sofreu adiamentos consideráveis, a Ciudad de la Luz/ /SPTCV encomendou um novo estudo e plano de negócios à Consultia em 2004 ([13]). O estudo da Consultia chegou também a conclusões positivas quanto à rentabilidade do projeto, já que o plano de negócios para o período 2004-2014 apontava para uma rentabilidade positiva do investimento realizado pela SPTCV até 2014 e a mais longo prazo.

(28) O pacote de ações da Ciudad de la Luz SA detido pelas Producciones Aguamarga SL foi adquirido pela SPTCV em julho de 2004 por 139 059 EUR. Ao contrário da SPTCV, as Producciones Aguamarga SL não fizeram nenhum outro investimento nos estúdios cinematográficos para além do investimento inicial de 150 000 EUR de novembro de 2000. Por isso, a participação da Producciones Aguamarga SL na Ciudad de la Luz SA correspondia a 0,2 % aquando da aquisição pela SPTCV. Depois desta transação, a totalidade da empresa passou a ser propriedade pública, convertendo-se em Ciudad de la Luz SAU.

([7]) *Fonte:* artigo *Let there be light* (Faça-se luz) publicado na revista *Hollywood Reporter* em 31 de outubro de 2006: http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371.

([8]) Anexo I da resposta de Espanha de 28 de abril de 2008: *La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento (Estudios e Investigaciones Audiovisuales),* janeiro de 1999).

([9]) Anexo IV da resposta de Espanha de 28 de abril de 2008: *Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana – Resumen ejecutivo* (PriceWaterhouseCoopers), 30 de janeiro de 2000).

([10]) Anexo II da resposta de Espanha de 28 de abril de 2008: *Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana – Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto* (Arthur Andersen, sem data).

([11]) Anexo III da resposta de Espanha de 28 de abril de 2008: *Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana* (Arthur Andersen, sem data).

([12]) Ver nota 10.

([13]) Anexo VI da resposta de Espanha de 28 de abril de 2008: *Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004-2014* (Consultia IT – 7 de maio de 2004).

(29) Com base no calendário das obras e no plano de negócios modificados, a SPTCV concedeu, na sua qualidade de acionista único, dois empréstimos participativos de 95 milhões de EUR em 2005 e 20 milhões de EUR em 2007. A contabilidade da Ciudad de la Luz SAU até 31 de dezembro de 2010, apresentada pelas autoridades espanholas em abril de 2012, revela que a SPTCV investiu um total de 45 829 840 EUR em empréstimos convertíveis em ações entre 2008 e 2010. Essa contabilidade indica também que eram devidos à SPTCV juros correspondentes aos empréstimos participativos de 2005 e 2009 que totalizavam 7 222 160 EUR em 2009 e 2010. Além disso, em 31 de dezembro de 2010, o montante dos juros em dívida ascendia a 1 814 187 EUR correspondentes aos empréstimos convertíveis em ações. Consequentemente, o investimento de fundos públicos por parte da SPTCV na Ciudad de la Luz, incluindo os juros pendentes sobre os empréstimos concedidos, totalizava 274 125 946 EUR no final de 2010.

Estratégia comercial e resultados empresariais da Ciudad de la Luz

(30) No plano de negócios de 2000, a Ciudad de la Luz pretendia converter-se no segundo maior complexo de estudos cinematográficos europeu (a seguir a Pinewood) e atrair as produções espanholas (cinema, TV e publicidade), para além de se ter dado um objetivo de dezasseis produções anuais (da UE e dos EUA). O plano de negócios revisto de 2004 considerava que um objetivo estratégico da Ciudad de la Luz era fazer das grandes produções cinematográficas e de televisão os seus principais clientes.

(31) O plano de negócios de 2004 considerava que os principais concorrentes internacionais de Ciudad de la Luz eram os grandes estudos fora dos EUA, especialmente os que apresentam características similares, a saber, Pinewood-Shepperton (Reino Unido), Cinecittà (Itália), Barrandov (República Checa), Babelsberg (Alemanha), Cinécité Montreal & Lions Gate (Canadá) e Warner Roadshow & Fox (Austrália).

(32) No plano de negócios inicial do ano 2000, os preços previstos para os serviços de estúdio (por exemplo, aluguer das zonas de filmagem, oficinas) seguiam a tabela de preços aplicada por estúdios comparáveis da União (como Shepperton & Elstree no Reino Unido e Babelsberg na Alemanha). O plano de negócios revisto de 2004 também apresenta um modelo de preços estratégicos com referência aos preços aplicados por estudos de renome internacional: aproximadamente 15 % a 20 % mais baratos que os dos líderes consolidados (EUA e Pinewood no Reino Unido), mas 50 % a 100 % mais caros que os dos estúdios da União (Barrandov na República Checa e Babelsberg na Alemanha).

(33) Na prática, os objetivos nacionais e internacionais da estratégia empresarial da Ciudad de la Luz não foram atingidos. Das 33 longas-metragens rodadas nestes estúdios entre 2005 e 2009, 28 eram produções espanholas, sendo apenas cinco as coproduções com outros países da União (Grécia e França). Salvo os êxitos ocasionais proporcionados por grandes coproduções europeias, como «Astérix nos Jogos Olímpicos», e, mais recentemente, uma coprodução hispano-norte-americana, na prática, os filmes rodados na Ciudad de la Luz desde a sua abertura em agosto de 2005 foram maioritariamente produções nacionais.

(34) Apesar das perspetivas delineadas no plano de negócios de 2004, que apontavam 2010 como o primeiro exercício com resultados de exploração positivos, ainda que modestos, a exploração comercial da Ciudad de la Luz tem sido deficitária até hoje. No final de 2010, a Ciudad de la Luz apresentava perdas cumuladas de 84 milhões de EUR que contrastavam com a previsão de lucros cumulados de 12 milhões de EUR apresentada no plano de negócios de 2004. Em comparação com os estúdios mencionados anteriormente, a Ciudad de la Luz não conseguiu atrair o número previsto de produções não espanholas e, inclusive no tocante à procura espanhola, os resultados estão aquém das expectativas. As perdas de exploração também vão além das previsões.

Motivos para dar início ao procedimento

(35) A investigação da Comissão teve início em 2007 em razão da denúncia apresentada pelo autor da denúncia A, e de uma denúncia posterior pelo autor da denúncia B, ambos operadores proeminentes do setor cinematográfico de Estados-Membros diferentes. As denúncias alegavam a existência de auxílios estatais ilegais no financiamento público da Ciudad de la Luz e, especialmente, no sistema de incentivos à produção de determinados filmes estabelecido pela Ciudad de la Luz.

(36) Tal como já referimos, quando a Comissão deu início ao procedimento de investigação formal em fevereiro de 2008, a única base da decisão de investimento facultada pelas autoridades espanholas era o plano de negócios elaborado pela Consultia, supostamente realizado em 2002. Depois de uma avaliação preliminar, a Comissão teve sérias dúvidas de que um investidor privado numa economia de mercado tivesse investido nas mesmas condições e à mesma escala que a Generalitat Valenciana.

(37) Quanto à possível compatibilidade do auxílio, a Comissão não dispunha de informações que lhe permitissem verificar se estavam a ser cumpridas as condições previstas nas orientações relativas aos auxílios estatais com finalidade regional aplicáveis à Comunitat Valenciana nesse momento (2000-2004). A Comissão também tinha dúvidas quanto à possibilidade de se aplicar a exceção cultural prevista no artigo 107.º, n.º 3, alínea d), do

Tratado, já que a Ciudad de la Luz não promovia a cultura nem a conservação do património, podia servir para todo o tipo de atividades audiovisuais, inclusive anúncios publicitários, e era concorrente de outros operadores para atrair produções comerciais.

(38) A Comissão também assinalou a existência de possíveis auxílios estatais no sistema de incentivos para filmar na Ciudad de la Luz e identificou vários produtores cinematográficos distintos como beneficiários. Os incentivos destinados à produção de determinadas longas-metragens eram canalizados para apoiar atividades específicas num determino local com base em critérios desconhecidos, pelo que pareciam não observar as regras estabelecidas na Comunicação da Comissão relativa ao cinema.

III. OBSERVAÇÕES DOS TERCEIROS INTERESSADOS

(39) A Comissão recebeu observações de 10 terceiros interessados no total. Quatro deles operam no setor da exploração de estudos de filmagem em Estados-Membros que não a Espanha: autor da denúncia A, autor da denúncia B, Barrandov Studio e Mediterranean Film Studios Limited; cinco operam no setor cinematográfico espanhol: Federación de asociaciones de productores audiovisuales españoles (FAPAE), Associació de directors de cinema valencians, Empreses audiovisuals valencianes federades (EAVf), a associação Productors audiovisuals valencians e a Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana (SPTCV SAU); e um era um organismo nacional de financiamento e política cinematográfica (UK Film Council).

Observações apresentadas por estúdios cinematográficos no ativo

(40) Na sua carta confidencial de 25 de junho de 2008, o autor da denúncia B manifesta a sua preocupação relativamente ao auxílio graças ao qual a Ciudad de la Luz se desenvolveu e funciona atualmente. Alega que as medidas adotadas pela Comissão ao dar início ao procedimento são essenciais para a sua empresa e para o setor.

(41) Na sua carta confidencial de 30 de junho de 2008, o autor da denúncia A circunscreve as suas observações a propósito da investigação em profundidade a quatro questões: i) os custos de financiamento dos estúdios; ii) a perspetiva adotada no que respeita ao financiamento do «arranque de uma nova empresa»; iii) o valor de cessão final e iv) os demais incentivos concedidos pela Ciudad de la Luz. Em seu entender, «um investidor privado teria considerado que mesmo um estúdio bem estabelecido e rentável seria um investimento de risco médio, pelo menos. […] Baseia-se isto no facto de que, mesmo que um estúdio possua garantias sob a forma de ativos […], é provável que a sua alavancagem operacional seja elevada, o que dificulta a previsão dos benefícios. Outros fatores, como a natureza cíclica do setor da produção cinematográfica, contribuem para aumentar a incerteza das previsões».

(42) Segundo o autor da denúncia A, o custo médio ponderado do capital (*weighted average cost of capital*, WACC, sigla inglesa) na ordem de 15 % poderia ser adequado a uma empresa de estúdios de cinema consolidada, ainda que «o rendimento esperado pelos investidores privados (do autor da denúncia A) fosse superior». O arranque de uma nova empresa de estúdios de cinema seria visto por um investidor privado como um «investimento com riscos entre médios e elevados, pelo que dele esperaria um rendimento materialmente superior (embora pudesse aceitar uma certa demora na sua rentabilidade). Visto que a capacidade das novas empresas para contrair empréstimos junto de fontes convencionais é, habitualmente, limitada (se existir), o WACC para este tipo de empresas é, em geral, maior, atendendo à exigência de uma maior rentabilidade do capital e à ausência de dívida a baixo custo».

(43) Quanto ao valor de cessão final de Ciudad de la Luz indicado na decisão de iniciar o procedimento, o autor da denúncia A considera-o irrealista. Alega ainda que, em geral, um investidor privado consideraria fora do comum tomar um múltiplo dos rendimentos antes de juros e impostos superior a 12-15 como valor capaz de substituir adequadamente uma avaliação.

(44) Por último, no que respeita aos incentivos concedidos para atrair produções, o autor da denúncia A alegou que parecem ter subvencionado de facto os custos das produtoras com pessoal técnico e de apoio qualificado que, supostamente, escasseia na Comunitat Valenciana. O autor da denúncia A considera que os incentivos têm efeitos negativos graves na concorrência já que, sem esses incentivos, os estúdios teriam mais dificuldade em atrair produções cinematográficas.

(45) Na sua carta inicial de 25 de junho de 2008, o Barrandov Studio sublinhou que o alegado auxílio falseia o mercado de referência, prejudicando os demais concorrentes, e, atendendo à complexidade do caso, solicitou um prazo adicional para formular novas observações, que a Comissão recebeu em 15 de setembro de 2008. O Barrandov Studio faz suas as alegações do autor da denúncia A, sublinhando que a dimensão e o número de platôs de filmagem indicam que a de la Luz tenciona atrair a rodagem de filmes norte-americanos de elevado orçamento e não filmes espanhóis. A escassa densidade

de profissionais e infraestruturas cinematográficas em Alicante em comparação com Madrid ou Barcelona não reflete uma escolha lógica em termos de localização. De um ponto de vista estratégico, qualquer empresa que invista no setor dos estúdios cinematográficos dividiria, em princípio, a sua clientela em clientes locais, fonte de rendimentos estáveis, e clientes estrangeiros realizadores de grandes produções. A Ciudad de la Luz adota a estratégia oposta, ou seja, presta serviços de estúdio a preços muito baixos sem ter em conta os custos de implantação. Por outro lado, dada a incerteza decorrente da dificuldade de prever os rendimentos neste setor para além de três a cinco anos, um investidor privado teria exigido uma rentabilidade muito mais rápida. Na opinião de Barrandov, esta afirmação é corroborada por um plano de negócios confidencial e ilustrativo do seu recente investimento em novos estúdios, feito com base na hipótese de obter benefícios líquidos a partir do segundo ano de exploração e num período de amortização inferior a oito anos. Barrandov também não encontra uma explicação racional para o montante dos benefícios (341 milhões de EUR) previsto pelas autoridades espanholas para 2014.

(46) Na sua carta de 27 de junho de 2008, a Mediterranean Film Studios Limited limita-se a tecer observações sobre a zona de tanques anunciada pela Ciudad de la Luz. Sustenta que as suas próprias superfícies aquáticas são únicas na Europa e apenas comparáveis com as da Fox na Baixa Califórnia (México). Atendendo à reduzida taxa de ocupação anual das suas instalações, alegam que, em seu entender e na opinião generalizada do setor, na zona do Mediterrâneo, se não na Europa, já há capacidade suficiente de filmagem em superfícies aquáticas.

Observações das partes que operam no setor cinematográfico espanhol

(47) Nas suas observações de 30 de junho de 2008, a Federación de asociaciones de productores audiovisuales españoles (FAPAE) considera que a Ciudad de la Luz contribuiu para uma maior concorrência ao mercado das grandes instalações de produção e que os autores da denúncia mais não pretendem do que manter a sua posição de mercado, impedindo a entrada de concorrentes que propõem serviços credíveis a preços razoáveis alternativos aos respetivos estúdios que dominam o mercado europeu. A FAPAE defende também que estúdios como Barrandov, Cinecittà, Babelsberg ou Mafilms consolidaram a sua posição de mercado e sua reputação graças ao apoio público recebido de diversas formas, nomeadamente a participação pública no capital social. Em termos mais gerais, a FAPAE sublinha que a manutenção da diversidade cultural justifica que haja uma intervenção pública firme no setor. Em particular, a Ciudad de la Luz proporciona supostamente aos produtores espanhóis serviços sofisticados de última geração que, de outro modo, teriam que contratar no estrangeiro a custos mais elevados. Para refutar o argumento de que a Ciudad de la Luz pretende atrair as superproduções, a FAPAE sustenta que a Ciudad de la Luz beneficia sobremaneira as produções espanholas de orçamento diminuto ao concentrar-se na cultura nacional e local, contribuindo assim para a realização dos objetivos culturais estabelecidos no antigo artigo 87.º, n.º 3, alínea d) [atualmente artigo 107.º, n.º 3, alínea d)]. As observações de 21 de maio de 2008, formuladas pela Empreses audiovisuals valencianes federades (EAVf), e as de 16 de maio de 2008, formuladas pela associação Productors audiovisuals valencians, retomam em grande medida e, por vezes, textualmente, os comentários da FAPAE.

(48) Nas suas observações de 5 de junho de 2008, a Associació de directors de cinema valencians sublinha que o domínio da indústria cinematográfica norte-americana marginaliza as produções europeias através de uma série de alegadas práticas abusivas. Em sua opinião, é necessário adotar medidas corretivas para que a criação cultural europeia compita em igualdade de circunstâncias. Para esta associação, a intervenção pública na Ciudad de la Luz é, nesta matéria, essencial, em prol da produção europeia, espanhola e valenciana, a fim de defender as respetivas identidades culturais.

(49) As observações da Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (proprietária de 100 % da Ciudad de la Luz SAU, por seu turno, propriedade da Comunitat Valenciana) de 23 de junho de 2008 reproduzem essencialmente os mesmos argumentos subsidiários e baseiam-se nas provas aduzidas pelas autoridades espanholas. Estas observações destacam especialmente os aspetos seguintes. Em primeiro lugar, o facto de investidor privado ter financiado o projeto, na sua fase inicial em 2000, com base nos estudos demonstra que o nvestimento efetuado pelas autoridades públicas seguia a lógica do investidor privado. Tanto o estudo de 2000 como o de 2004 concluíam sem reservas que o projeto era rentável. Em segundo lugar, os incentivos oferecidos a determinados filmes têm uma justificação comercial no âmbito de uma nova aventura empresarial, sendo concedidos a título de «contrato de patrocínio» em troca de atividades de promoção rentáveis no plano da reputação dos estúdios que implicam, simultaneamente, custos de publicidade para os beneficiários. Segundo um estudo sobre esta matéria, a rentabilidade económica dos contratos de patrocínio para a Ciudad de la Luz corresponde a […] (*) milhões de EUR.

(*) Os dados confidenciais são substituídos no texto da presente decisão por «[…]»

Observações dos organismos nacionais de financiamento de produções cinematográficas

(50) Na sua carta de 25 de junho de 2008, o UK Filme Council afirma que é necessário dar resposta às questões formuladas na decisão de iniciar o procedimento de investigação formal.

IV. OBSERVAÇÕES DAS AUTORIDADES ESPANHOLAS

(51) Após o início da investigação formal, as autoridades espanholas revelaram que a decisão inicial de investimento se baseou num plano de negócios elaborado em 2000 e não naquele que tinham transmitido anteriormente. O referido plano de negócio encontrava-se num estudo realizado em 2004, e não em 2002, como as autoridades espanholas tinham indicado previamente à Comissão.

(52) Aquando da elaboração do estudo de 2004, já tinham sido investidos no projeto mais de 90 milhões de EUR. Consequentemente, as autoridades espanholas alegam ter sido adotadas duas decisões de investimento: uma em 2000, relativa à primeira fase do projeto, e outra em 2004, relativa à ampliação prevista.

(53) O calendário de investimentos na Ciudad de la Luz, de acordo com a última atualização apresentada pelas autoridades espanholas em abril de 2012, foi o seguinte:

Data	Descrição	Investimento público (em EUR)
24.10.2000	A Comunitat Valenciana decide desenvolver a Ciudad de la Luz.	—
2.11.2000	É criada a Ciudad de la Luz SA (75 % propriedade da Parque Temático de Alicante SAU, e 25 % propriedade da Producciones Aguamarga SL).	450 000 [75 % de 600 000]
21.11.2001	A Parque Temático de Alicante SAU investe isoladamente num aumento de capital de 9 milhões de euros na Ciudad de la Luz SA (elevando a sua participação para 98,4 %).	9 000 000
6.2.2003	A Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU [1] investe isoladamente num aumento de capital de 30 milhões de euros na Ciudad de la Luz SA (elevando sua participação para 99,6 %).	30 000 000
4.5.2004	A Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU investe isoladamente num aumento de capital de 54 870 660 euros na Ciudad de la Luz SA (elevando sua participação para 99,8 %).	54 870 660
23.7.2004	A Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU adquire por 139 059 euros a participação de 0,2 % na Ciudad de la Luz SA detida pela Producciones Aguamarga SL (escriturada em 150 000 euros) (elevando para 100 % a sua participação na Ciudad de la Luz SA).	139 059
9.3.2005	A Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU cedeu à Ciudad de la Luz SA os terrenos nos quais foram erigidos os estúdios, aumentando assim o seu capital em 9 800 040 euros (apesar de os terrenos terem sido avaliados em 1 030 856 euros na contabilidade da Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU). Antes desta data, o projeto já tinha recebido autorização da Generalitat Valenciana para construir os estudos nesse local.	9 800 040
Verão de 2005	A Ciudad de la Luz SA inicia as suas atividades como estudo cinematográfico.	—
28.4.2005	Empréstimo participativo de 95 milhões de euros	95 000 000
26.12.2007	Empréstimo participativo de 20 milhões de euros	20 000 000
30.6.2008	Empréstimo convertível em ações, emitido com uma opção de conversão em ações até 31 de dezembro de 2008	10 000 000

Data	Descrição	Investimento público (em EUR)
2.1.2009	Empréstimo convertível em ações, emitido com uma opção de conversão em ações até 30 de junho de 2009.	10 000 000
17.3.2009	Empréstimo convertível em ações, autorizado até 30 milhões de euros, com uma opção de conversão em ações até 30 de dezembro de 2009.	25 829 840
31.12.2010	Juros em dívida sobre empréstimos participativos em 2009 e 2010	7 222 160
31.12.2010	Juros em dívida sobre empréstimos não convertidos em 2009 e 2010	1 814 187
	Total	274 125 946

([1]) Anteriormente conhecida por Sociedad Parque Temático de Alicante SAU.

(54) Nas suas respostas, as autoridades espanholas procuraram essencialmente demonstrar que o investimento não constitui um auxílio estatal, já que um investidor privado teria investido no projeto da mesma forma e nas mesmas condições (em aplicação do princípio do investidor privado numa economia de mercado). Para apoiar esta argumentação, as autoridades espanholas forneceram relatórios elaborados pela consultora económica LECG.

(55) Mesmo que a Comissão considerasse que pelo menos uma parte do investimento constituía um auxílio estatal, as autoridades espanholas alegaram que todos os filmes rodados na Ciudad de la Luz cumpriam os critérios culturais dos incentivos oferecidos pela Comunitat Valenciana para a produção de filmes, que tinham sido autorizados pela Comissão em abril de 2008, dezembro de 2008 e julho de 2009 ([14]). Na opinião das autoridades espanholas, a exceção cultural contemplada no artigo 107.º, n.º 3, alínea d), do TFUE pode aplicar-se aos auxílios ao investimento a montante e a jusante da produção cinematográfica.

(56) As autoridades espanholas assinalam também que todo e qualquer auxílio contido no financiamento público da Ciudad de la Luz, bem como os incentivos concedidos à produção de filmes, deve ser analisado à luz dos efeitos de distorção dos regimes nacionais de apoio às produções cinematográficas autorizados pela Comissão noutros Estados-Membros, que fazem com que os concorrentes da Ciudad de la Luz atraiam grandes produções cinematográficas ([15]).

(57) As autoridades espanholas sustentam também que as diretrizes em matéria de auxílios estatais de finalidade regional aplicáveis à época (1998) teriam permitido uma intensidade de auxílio de 36 % para o projeto de investimento. Desta forma, seriam cumpridas as condições adicionais introduzidas posteriormente no quadro multissetorial para grandes projetos de investimento de 2002, com uma quota de mercado inferior a 25 % e um aumento da capacidade de 5 %.

(58) As autoridades espanholas apresentaram um segundo relatório da LECG Inc que criticava a análise do plano de negócios de 2004 efetuada pelos serviços da Comissão. A LECG Inc punha em causa essa análise e atribuía valores alternativos para os dados e os fatores de risco, além de apresentar avaliações retrospetivas dos terrenos de construção da Ciudad de la Luz.

(59) Uma segunda análise económica da autoria dos serviços da Comissão examinou o plano de negócios de 2000 e as avaliações retrospetivas dos terrenos apresentadas pela Espanha. Ademais, uma consultora independente realizou, a pedido da Comissão, uma avaliação económica do princípio do investidor privado numa economia de mercado. Este relatório independente foi enviado às autoridades espanholas a 30 de setembro de 2011.

(60) Tal como nas observações a propósito da decisão de iniciar o procedimento, as autoridades espanholas reiteraram a opinião de que as perspetivas de rentabilidade da Ciudad de la Luz deviam ser comparadas com as dos seus principais concorrentes da União no setor dos estúdios cinematográficos (por exemplo, Babelsberg e Pinewood) e não, como faz a Ecorys ([16]), com as dos conglomerados audiovisuais diversificados dos Estados Unidos (Time Warner e Disney) ([17]). As autoridades espanholas alegam

([14]) Decisões de auxílios estatais N 379/07 (2 de abril de 2008), N 309/08 (15 de dezembro de 2008) e N 108/09 (30 de julho de 2009).

([15]) Os subsídios nacionais podem chegar a atingir 24 % dos custos de produção no Reino Unido e 20 % na Alemanha. Na sua revisão da Comunicação relativa ao Cinema, a Comissão procura encontrar soluções para a «corrida aos subsídios» entre os regimes nacionais de apoio às produções cinematográficas para atrair investimentos de grandes produtoras cinematográficas estrangeiras.

([16]) A consultora económica Ecorys elaborou um estudo independente sobre esta matéria. Ver informações pormenorizadas no capítulo V.

([17]) Não obstante, a Ecorys também incluiu os estúdios europeus Babelsberg na comparação, juntamente com outras empresas de todo o mundo.

que esta avaliação comparativa devia assentar em informação do domínio público (por exemplo, Bloomberg) contemporânea da decisão de investimento (isto é, 2000 e 2004, e não 2008). Por último, alegam também que uma série de equívocos e deficiências técnicas invalida as conclusões do estudo efetuado pela Ecorys ([18]). As autoridades espanholas alegaram que, se tais deficiências fossem corrigidas e se realizasse uma avaliação comparativa adequada com os concorrentes, a rentabilidade das perspetivas da decisão de investimento baseada nos dados disponíveis nesse momento cumpriria os requisitos do teste do investidor privado numa economia de mercado.

V. **AVALIAÇÃO DO AUXÍLIO**

(61) Em conformidade com o artigo 107.º, n.º 1, do TFUE, «são incompatíveis com o mercado interno, na medida em que afetem as trocas comerciais entre os Estados-Membros, os auxílios concedidos pelos Estados ou provenientes de recursos estatais, independentemente da forma que assumam, que falseiem ou ameacem falsear a concorrência, favorecendo certas empresas ou certas produções». Por conseguinte, para que se possa falar de auxílios estatais, é necessário que estejam reunidas as seguintes condições cumulativas: 1) a medida tem de ser concedida a partir de recursos estatais, 2) tem de conferir uma vantagem económica às empresas, 3) a vantagem tem de ser seletiva e falsear ou ameaçar falsear a concorrência, 4) a medida tem de afetar o comércio intracomunitário.

Vantagem económica:

(62) Como já referimos, as autoridades espanholas alegaram que a medida não constitui um auxílio estatal, uma vez que obedece ao princípio do investidor privado numa economia de mercado. Este teste debruça-se sobre se um investidor privado teria investido no projeto da mesma forma e nas mesmas condições que o investidor público no momento da tomada da decisão de efetuar o investimento público. A este respeito, é significativo que, na fase inicial, existisse um investidor privado no projeto ([19]) e que as autoridades espanholas tivessem encomendado vários estudos que chegavam à conclusão de que o projeto iria gerar um fluxo de caixa positivo (ver considerando 22).

(63) Tal como referido no considerando 17, no caso da Ciudad de la Luz, na fase inicial, um investidor privado (a sociedade gestora) possuía 25 % do projeto (ou seja, 150 000 EUR do capital social inicial de 600 000 EUR). No entanto, este investidor privado retirou-se antes de investir fundos adicionais (foi absorvido pela SPTCV em 2004). Nenhum outro investidor privado investiu posteriormente no projeto.

(64) Uma vez que o único investidor privado disposto a investir só investiu uma quantia pouco significativa no momento em que se devia proceder à maior parte do investimento pode ser considerado uma prova *prima facie* de que um investidor privado não teria levado a cabo um projeto com estas características, nas condições vigentes à data. Ademais, a situação deste investidor privado era muito concreta (não sendo, pois, a do investidor privado considerado pela jurisprudência), já que era também o responsável pelo arranque do projeto, pela supervisão dos trabalhos de construção e pela gestão e promoção dos estúdios, recebendo, em contrapartida, honorários de gestão. Significa isto que o seu investimento inicial podia ser racional por motivos distintos da sua mera rentabilidade, considerada separadamente.

(65) Na ausência de um acionista privado, a autoridade regional fundamentou a sua decisão de investimento nos resultados dos estudos de consultoria. Porém, a mera existência destes estudos não basta para satisfazer o teste do investidor privado numa economia de mercado. A lógica obrigaria a que, antes de realizar investimentos da magnitude dos efetuados na Ciudad de la Luz, um investidor privado analisasse em consciência o plano de negócios e as hipóteses subjacentes a tais estudos. Qualquer investidor privado teria que chegar às suas próprias conclusões sobre se os argumentos específicos utilizados para justificar o plano de negócios eram adequados neste caso concreto. Por outro lado, espera-se que um investidor privado compare a rentabilidade prevista do projeto Ciudad de la Luz com a de outros projetos alternativos. Esta análise não foi feita nessa altura. Além disso, nem sequer foi possível proceder a uma tal comparação com base nos fluxos de caixa positivos apresentados nos estudos em causa.

(66) Quando se investiga um auxílio estatal, a jurisprudência exige que a Comissão leve a cabo sua própria avaliação dos factos ([20]). Portanto, é necessário apreciar a validade dos relatórios elaborados aquando da operação.

(67) À luz dos relatórios apresentados pelas autoridades espanholas desde a decisão de iniciar o processo, verifica-se que foram adotadas duas decisões de investimento relativas ao projeto. A primeira foi tomada em 2000 com base do plano de negócios elaborado nesse mesmo ano pela Arthur Andersen (que abarcava os investimentos do período 2002-2006). Em 2004, no intuito de reexaminar

([18]) *Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz* (Estudo relativo à aplicação do princípio do investidor privado numa economia de mercado ao investimento público na Ciudad de la Luz) Relatório final (Ecorys – 19 de julho de 2011).

([19]) Por exemplo, no caso da Citynet Amsterdam, a Comissão considerou que o princípio do investidor privado tinha sido respeitado, dado que o investidor público investiu no projeto em condições comparáveis às do investidor privado. Decisão C 53/2006 de 11 de dezembro de 2007.

([20]) No processo *Valmont*, o Tribunal de Primeira Instância considerou que a Comissão não se devia ter limitado a ter em conta a existência de uma avaliação de um perito independente para determinar se a venda de um terreno implicava a concessão de um auxílio estatal. O TPI entendeu que também a Comissão devia ter verificado o seu valor probatório, o que o próprio TPI fez em seguida (Processo T-274/01). Nos processos Hamsa (Processo C-316/02) e Lenzing (Processo C-525/04), o Tribunal de Justiça reconheceu que a Comissão dispõe de uma margem de apreciação relativamente às questões económicas, mas que «compete ao juiz comunitário verificar a exatidão material dos elementos probatórios invocados, a sua fiabilidade e a sua coerência…».

a oportunidade de fazer novos investimentos no projeto, foi encomendado o relatório Consultia (que abarcava os investimentos reais no período 2002-2004 e os previstos para 2004-2014). Consequentemente, há que avaliar o princípio do investidor privado numa economia de mercado para ambas as decisões de investimento.

(68) A Comissão avaliou se um hipotético investidor privado teria investido no projeto que criava a sociedade Ciudad de la Luz. Segundo o princípio do investidor privado, o investimento realizado é reputado auxílio estatal se a compensação que o Estado espera receber for inferior àquela que teria sido exigida por um investidor privado nas circunstâncias desse projeto específico.

(69) Para financiar um projeto, os investidores têm de investir um determinado capital. Este capital tem um custo: o custo do capital. Regra geral, as fontes de capital mais comuns são duas: capital social e endividamento. O custo total do capital é o custo médio ponderado do capital (WACC), que tem em conta a proporção do capital social e a da dívida financeira. O custo da dívida financeira e o do capital social constituem os custos previstos e não os custos históricos. No caso específico da Ciudad de la Luz, o plano de negócios previa que o projeto fosse financiado exclusivamente com capital social, pelo que o custo total do capital é o capital social.

(70) Um investidor de capital privado teria estado disposto a investir na Ciudad de la Luz se a taxa interna de rentabilidade ([21]) esperada fosse superior ou igual ao custo de oportunidade do capital social ([22]) (ou seja, a rentabilidade que podia ter obtido num projeto similar).

(71) Para obter o custo do capital social, a Comissão avaliou o modelo de equilíbrio de ativos financeiros, (*capital asset pricing model*, CAPM). O custo do capital social reflete o custo de oportunidade do investimento para os acionistas em empresas ou projetos com riscos empresariais e financeiros idênticos (ou similares) aos do caso vertente. Segundo o CAPM, o custo do capital social, K_e, deve ser calculado mediante a fórmula seguinte:

$$K_e = R_f + ß(R_m - R_f)$$

em que R_f é a taxa sem risco, $(R_m - R_f)$ é o prémio de risco do mercado e ß, «beta», uma medida do risco sistemático (não diversificável) associado às ações da Ciudad de la Luz, que reflete tanto o isco empresarial como o financeiro.

(72) Para a taxa sem risco, R_f, a prática do mercado ([23]) sugere que seja tomada a taxa das obrigações do Tesouro a longo prazo (em geral, 10 anos) do país em causa (consideradas como o investimento de menor risco). Em Espanha, a rentabilidade média anual das obrigações do Tesouro a 10 anos foi de 4,1 % em 2004 ([24]). Quanto ao prémio de risco do mercado, convém tomar o prémio histórico de risco do mercado ao longo de um período razoavelmente prolongado. É prática corrente tomar a diferença entre a rentabilidade histórica de um índice diversificado da bolsa de valores do país da operação e a taxa sem risco. Segundo Fernández (2004) ([25]), o prémio histórico do risco do mercado respeitante às obrigações do Tesouro espanholas (no período 1991-2003) situou-se entre 6,8 % e 9,3 %. A Comissão adotou uma posição conservadora ao calcular o prémio de risco do mercado, tendo em conta o limite inferior deste intervalo, ou seja, 6,8 %. Num estudo posterior mais recente, o mesmo autor ([26]) reforça a validade deste valor ao situar o prémio de risco exigido no período 2000-2004 no intervalo de 6 % - 7 %.

(73) Para calcular «beta», a Comissão valeu-se da informação do domínio público sobre empresas consideradas pelas autoridades espanholas como concorrentes diretas da Ciudad de la Luz, concretamente o Carrère Group ([27]) e a Babelsberg. Estes números foram comunicados por analistas financeiros que levaram a cabo uma análise em

([21]) Por definição, a taxa interna de rentabilidade equivale à taxa de atualização que faz com que o valor atual líquido do investimento seja igual a zero.

([22]) Brealey e Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance* (Princípios de Finanças Empresariais), 6.ª edição (Capítulo 5, p. 100).

([23]) Ver, por exemplo, Brealey e Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance* (Princípios de Finanças Empresariais), 6.ª edição (Capítulo 8).

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

([25]) Pablo Fernández 2004, *Market risk premium: required, historical and expected* (Prémio de risco do mercado: exigido, histórico e esperado), Documento de investigação realizado para a Escola de Gestão IESE.

([26]) Pablo Fernández (2009): *The equity premium in 150 textbooks* (Prémio de risco em 150 manuais), Documento de investigação realizado para a Escola de Gestão IESE.

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

profundidade das duas empresas. A média das duas «beta», ajustada para se adaptar ao perfil do risco financeiro da Ciudad de la Luz, situa-se num valor aproximado de 1,5. Trata-se de uma visão muito conservadora, pois o investimento na Ciudad de la Luz implica muito provavelmente probabilidade um risco idiossincrático mais elevado que os outros dois estudos já estabelecidos. A Ciudad de la Luz é um investimento novo numa região onde não existem empresas produtoras de cinema, nem espanholas nem internacionais. Por outras palavras, a «beta» da Ciudad de la Luz é provavelmente mais elevada do que a dos seus concorrentes.

(74) Aplicando a fórmula anterior (ver considerando 71), a Comissão concluiu que o custo previsto do capital social devia rondar os 14,9 %.

(75) Para efeitos comparativos, tal como referido no anexo 1, as autoridades espanholas defenderam que a aplicação do CAPM indicaria que um investidor «exigiria» um prémio de risco – e não uma rentabilidade – de 3,75 % em 2000 e de 2,07 % em 2004.» Este cálculo baseia-se num coeficiente beta de ß = 0,395. Uma «beta» de 1 representaria a carteira de todas as ações, ou seja, a ação «média». Logo, uma «beta» significativamente inferior a 1 implicaria um investimento caracterizado por um risco especialmente baixo. As autoridades espanholas não fundamentaram as suas alegações, nem as corroboraram com dados sólidos e verificáveis.

(76) Como já foi referido (ver considerando 69), um investidor privado só investiria num projeto que tivesse uma taxa interna de rentabilidade superior ao custo de oportunidade do capital. A omissão nota que o plano de negócios de 2000 só avaliou com rigor as fases iniciais do projeto. A análise da Comissão (ver anexo II) aponta para um valor atual líquido negativo, com base no plano de negócios de 2000 e no valor nominal dos fluxos de caixa nele indicados. Nestas circunstâncias, um investidor privado não teria investido no projeto.

(77) Ao avaliar a taxa interna de rentabilidade, a Comissão uma vez mais adotou um ponto de vista muito conservador, sem questionar as premissas e as hipóteses do plano de negócios, nomeadamente os fluxos de caixa calculados para o projeto. Note-se, porém, que os fluxos de caixa projetados no plano de negócios de 2004 parecem inadequadamente otimistas, em especial à luz das perdas sofridas pela empresa no período 2002-2004 ([28]).

([28]) *Fonte:* ORBIS Company Report.

Com base na informação facultada à Comissão, pode-se, pois, considerar que os fluxos de caixa projetados no plano de negócios de 2004 correspondiam a uma expectativa máxima ([29]). Os fluxos de caixa determinam a rentabilidade esperada. Não é intenção da Comissão discutir a rentabilidade esperada da Ciudad de la Luz. Não obstante, justifica-se avaliar o custo do capital, algo que todo e qualquer investidor privado racional teria de fazer.

(78) Com base do plano de negócios de 2004 proposto pela Ciudad de la Luz, a taxa interna de rentabilidade deste projeto é de 5,74 % (ver anexo 1). Perante um custo de oportunidade do capital de, pelo menos, 14 % (calculado como se explicou anteriormente, ver considerando 73), um investidor privado não teria realizado este investimento na Ciudad de la Luz, visto a sua taxa interna de rentabilidade ser inferior ao custo de oportunidade do capital.

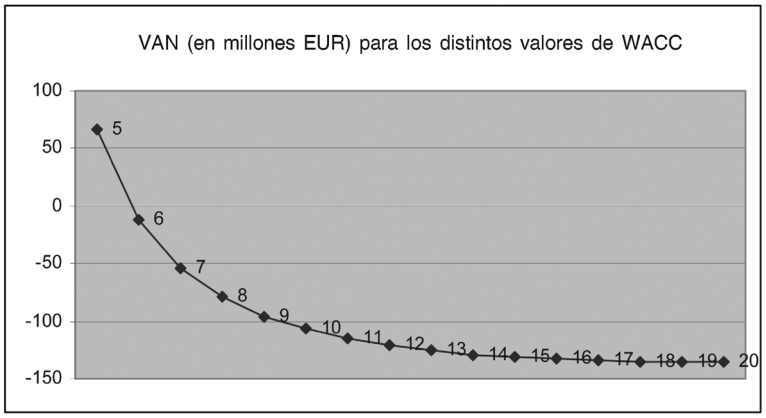
(79) Por outro lado, a Comissão calculou o valor atual líquido (*net present value*, VAN) do investimento na Ciudad de la Luz com o fim de obter a ordem de grandeza do valor do projeto para o investidor privado. O objeto de toda e qualquer decisão de investimento é encontrar ativos reais com um valor superior ao seu custo ou, por outras palavras, investimentos que tenham uma rentabilidade esperada superior ao custo de oportunidade do capital. Se assim não for, como no caso da Ciudad de la Luz, o valor do projeto é negativo e, por conseguinte, o investimento não é viável para um investidor privado racional. O VAN de qualquer projeto, que quantifica o valor do investimento no momento da tomada de decisão, calcula-se atualizando os fluxos de caixa previstos no plano de negócios mediante o fator de atualização, que é o custo de capital. Intuitivamente, quanto maior for o custo de capital, menor será o VAN.

(80) No caso da Ciudad de la Luz, tendo em conta um custo de oportunidade do capital de 14 % e os fluxos de caixa indicados no plano de negócios de 2004 elaborado pela Consultia (cujo valor nominal foi adotado pela Comissão, tal como referido no considerando 76), o VAN do

([29]) O relatório independente da Ecorys vai mais longe, examinando também as premissas do plano de negócios e criticando várias delas. Por exemplo, adverte que «*a escolha da localização geográfica não é óbvia de um ponto de vista estratégico, uma vez que não foi possível identificar sinergias com uma indústria cinematográfica próxima. Há outras regiões em Espanha com lugares geográficos parecidos, mas mais próximos de* clusters *da indústria cinematográfica existente*» (p. 30). Mais adiante: «*Convém sublinhar que, especialmente durante os primeiros anos de exploração do estúdio e da escola, não estarão disponíveis recursos humanos locais com formação e diplomas. Por isso, um investidor privado prudente teria provavelmente preferido outro lugar para implantar um estúdio cinematográfico*» *(p. 31).* Quanto ao investimento de 2004, indica-se: «*É discutível que um investidor privado tivesse escolhido construir a partir do zero um estúdio cinematográfico numa zona que não disporia dos recursos humanos adequados durante os primeiros anos de funcionamento do estúdio e da escola*» (p. 39).

investimento é, aproximadamente, de menos 130 milhões de EUR (ver anexo). Por conseguinte, esta oportunidade de investimento não é interessante para um investidor privado.

(81) A Comissão também procedeu a uma verificação da fiabilidade que atesta que os resultados apresentam uma grande solidez. Acima de um limiar razoável, os resultados quase não são sensíveis ao valor do custo de oportunidade do capital calculado pela Comissão. Por outras palavras, os resultados não são influenciados por alterações significativas nos parâmetros utilizados pela Comissão no cálculo do custo do capital. O gráfico seguinte representa os valores aproximados do VAN relativamente aos diferentes valores do custo do capital (WACC) entre 5 % e 20 %. O gráfico indica que o VAN passa a ser negativo para um WACC entre 5 % e 6 %. Assim, um investidor privado não levaria o projeto por diante se o custo de capital fosse superior a 6 %. Além disso, o valor do VAN não é praticamente influenciado por valores de WACC superiores a 10 %. A Comissão estimou um WACC em torno de 14 %, isto é, num intervalo que permite concluir com um elevado grau de confiança que o projeto não é rentável.



(82) Em resposta à avaliação da Comissão, as autoridades espanholas asseveraram, com base num relatório de consultoria ([30]), que a análise da Comissão era errónea. Em primeiro lugar, conquanto aceitasse que a análise do CAPM, enquanto tal, era a abordagem adequada, o relatório de consultoria contestava os valores utilizados pela Comissão em diversos parâmetros. Em especial, deviam ter sido utilizados valores inferiores para o prémio de risco do mercado e para as «betas». Em segundo lugar, a Comissão não deveria ter utilizado unicamente o plano de negócios da Consultia IT para chegar ao valor de referência, mas também o plano de negócios elaborado pela Arthur Andersen em 2000. Em terceiro lugar, a Comissão não utilizou os rácios financeiros adequados para avaliar a rentabilidade esperada do projeto Ciudad de la Luz. Por último, a Comissão não teve em conta os rendimentos previsíveis derivados de promoções hoteleiras e espaços de escritórios.

(83) A Comissão refutou estes argumentos. No tocante ao prémio de risco do mercado, o anexo II explica, com algum pormenor, as razões pelas quais os valores compreendidos no intervalo proposto pela Espanha não podem ser adequados. Antes do mais, os valores propostos para o prémio são estimativas para 2009 e não correspondem aos valores aplicáveis em 2000 e 2004. Não há dúvida de que, para a estimativa do CAPM, devem ser utilizados valores correspondentes à data na qual se tomou a decisão comercial. Na verdade, o próprio autor citado pelas autoridades espanholas apresenta estimativas para o período relevante, que coincidem com as da Comissão. O anexo II também explica a razão pela qual o postulado das autoridades espanholas de utilizar «betas» inferiores é erróneo. A Comissão utiliza valores procedentes de estudos do domínio público, que calculavam «betas» para os principais concorrentes da Ciudad de la Luz. Os peritos financeiros refutam a proposta das autoridades de utilizar «betas» históricas.

(84) Em resposta ao convite das autoridades espanholas para utilizar o plano de negócios de 2000, o anexo II apresenta um cálculo efetuado nessa base. Como se pode ver, o WACC seria, nessa hipótese, ainda mais elevado que em 2004, devido ao prémio de risco mais alto e a uma taxa sem risco superior. Este cálculo conduz também a um VAN negativo. Por último, no que se refere a possíveis rendimentos derivados de promoções hoteleiras e espaços de escritórios, as alegações feitas pelas autoridades espanholas assentavam em novos elementos de prova, mais concretamente em seis relatórios de avaliação elaborados *a posteriori*. Estes elementos não faziam parte da informação disponível para os investidores privados no momento relevante. Ainda que o relatório da Arthur Andersen mencione a possibilidade de se erigir um complexo hoteleiro, o relatório não contém informação alguma a respeito da sua eventual rentabilidade, não tendo sido elaborado nenhum plano de negócios que contemplasse promoções imobiliárias. Apesar disso, o anexo II examina em pormenor os relatórios elaborados *a posteriori* relativos à promoção imobiliária, que apresentam vícios graves. Por exemplo, os preços de referência indicados para espaços de escritórios na Ciudad de la Luz são os das artérias comerciais mais prestigiadas no centro

([30]) Referência ao segundo relatório da LECG.

de Alicante. Dado que o complexo Ciudad de la Luz se situa fora da cidade de Alicante, nas imediações de uma zona industrial, os preços de referência estão muito inflacionados. Além disso, tomam-se como preços de referência para hotéis os dos estabelecimentos de quatro e cinco estrelas. Não há indicação alguma de que exista procura suficiente para hotéis dessas categorias fora de Alicante e, além disso, junto a uma autoestrada e a uma zona industrial.

(85) Além da sua própria avaliação interna, a Comissão encomendou também um estudo independente para saber se um investidor privado teria feito um tal investimento na Ciudad de la Luz nas mesmas condições ([31]). O relatório Ecorys analisa várias hipóteses, segundo as quais o custo do capital se situa entre 12,5 % e 21,4 % para o investimento em 2000 e entre 10,9 % e 15,9 % para o investimento adicional em 2004. Por conseguinte, o resultado do estudo da Comissão situa-se no intervalo calculado pela Ecorys. Em contrapartida, a taxa interna de rentabilidade calculada com base do plano de negócios situa-se muito por abaixo do custo mínimo do capital estimado pela Ecorys.

(86) Portanto, a conclusão geral da Ecorys é que não é provável que os investimentos realizados em 2000 e 2004 correspondessem à conduta de um investidor privado diligente numa economia de mercado. Relativamente ao plano de investimentos de 2000, a Ecorys estima que o plano de negócios reformulado aponta para um VAN negativo de 9 300 milhões de pesetas. Investir na bolsa teria produzido resultados bastante mais interessantes para um investidor de mercado prudente. Relativamente ao investimento de 2004, a Ecorys conclui que «o mais provável é que um investidor de mercado prudente não tivesse decidido completar o projeto CDL na sua totalidade, podendo ter optado por explorar os seis platôs de filmagem em que já tinha investido ou por abandonar o projeto e assumir as perdas» ([32]). Por último, a Ecorys considera que um mutuante privado não teria concedido um empréstimo participativo, nem qualquer outro crédito ao projeto, visto que o fluxo de caixa do projeto era insuficiente para satisfazer o pagamento do serviço da dívida.

(87) Conclui-se, por conseguinte, que tanto os investimentos realizados na Ciudad de la Luz entre 2000 e 2004 como os realizados posteriormente não são congruentes com o princípio do investidor numa economia de mercado, pelo que constituem uma vantagem para a empresa Ciudad de la Luz SAU. Tendo em conta que não satisfazem o teste do investidor numa economia de mercado, esse investidor não teria investido em 2000 e não teria continuado a fazê-lo com base no plano de negócio de 2004.

(88) Por conseguinte, a Comissão considera que a vantagem económica é a totalidade do valor do investimento. Os empréstimos concedidos à Ciudad de la Luz pela SPTCV eram empréstimos subordinados, o que significa que foram tratados na conta de resultados de modo semelhante a uma *equity* (participação no capital). Tal como indicado pela Comissão na decisão de iniciar o rocedimento, os juros dos empréstimos foram calculados com uma parte fixa e outra variável. A taxa de juros na parte fixa era demasiado baixa para ser considerada aceitável por um mutuante privado em condições de economia de mercado. Esta parte fixa do empréstimo a uma taxa de juro manifestamente baixa poderia, em princípio, ser compensada pela perspetiva de uma remuneração adequada do empréstimo participativo graças à parte variável associada à rentabilidade do projeto, um raciocínio que, todavia, não é aplicável ao projeto em exame (ver a motivação anterior relativa ao princípio do investidor privado numa economia de mercado). Além disso, não foram contemplados custos financeiros na projeção dos benefícios e nas contas apresentadas à Comissão pelas autoridades espanholas para o período 2002-2014. Por último, estava previsto, pelo menos em teoria, que os empréstimos fossem reembolsados em abril de 2015, ou seja, depois de concluído (e possivelmente vendido) o projeto, algo que se prevê para 2014: um mutuante privado não poderia aceitar uma tal situação. Na sua resposta de 20 de abril de 2009 à decisão de iniciar o procedimento, as autoridades espanholas explicaram que os créditos deviam ser considerados, de um ponto de vista económico, como injeções de capital, visto que o mutuante e o acionista são a mesma entidade (ou seja, a SPTCV). Efetivamente, dado que nenhum dos empréstimos concedidos em 2005, 2007, 2008 e 2009 foi reembolsado (nem sequer parcialmente), e uma vez que o beneficiário não pagou juros pelos referidos empréstimos, há que considerá-los como *equity investment* (participações no capital). Segundo as informações comunicadas pelas autoridades espanholas em abril de 2012, o valor ascendia a 265 089 599 EUR no final de 2010 ([33]).

Seletividade

(89) O auxílio também é seletivo já que os benefícios dele derivados só conferem vantagens às empresas que operam no setor e, na realidade, só a algumas delas.

Recursos estatais

(90) A Comissão assinala que a Generalitat Valenciana financiou o investimento através da SPTCV, instrumento investidor de que é titular a 100 %, e que os estudos que

([31]) Ecorys, *Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz* (Estudo sobre a aplicação do princípio do investidor privado numa economia de mercado ao investimento público na Ciudad de la Luz), 19 de julho de 2011.

([32]) Páginas 30 e 39 do relatório Ecorys.

([33]) Ver considerandos 29 e 53. Ao considerar os créditos como *equity investment* (participações no capital), os juros não são tidos em conta.

levaram ao investimento público na Ciudad de la Luz foram realizados por conta da Generalitat Valenciana. Por conseguinte, estas dotações podem ser consideradas recursos estatais.

Distorção da concorrência

(91) Quando os auxílios estatais reforçam a posição de uma empresa em relação às outras concorrentes, considera-se que estas últimas são afetadas pelos referidos auxílios. O apoio concedido consolida a posição de Ciudad de la Luz em relação a outras concorrentes ao fazer com que a primeira entre no mercado dos estudos cinematográficos. A concorrência entre as empresas que beneficiam da medida e as que não beneficiam é distorcida. Mesmo supondo que existem auxílios às produções cinematográficas nos demais Estados-Membros onde estão localizados outros estudos de cinema, não se pode esgrimir este argumento para negar que o auxílio distorce a concorrência. Uma medida não pode deixar de ser qualificada como auxílio estatal pelo simples facto de os outros Estados-Membros terem podido introduzir as suas próprias medidas no intuito de distorcer a concorrência. Não se justifica proceder a uma «compensação» desta natureza quando se trata de examinar a condição relativa à distorção da concorrência.

Incidência no comércio

(92) Por último, a Comissão considera que a medida em questão afeta o comércio entre os Estados-Membros. Os estudos cinematográficos comercializam as suas instalações à escala internacional. Os produtores cinematográficos negociam regularmente preços e condições com uma série de estúdios cinematográficos situados em diferentes Estados-Membros. A Comissão autorizou, em Espanha e noutros Estados-Membros, regimes de auxílios que apoiam a produção de obras audiovisuais e, por conseguinte, promovem indiretamente a utilização de instalações técnicas nacionais, incluindo os estúdios cinematográficos. Não obstante, o quarto critério da Comunicação relativa ao Cinema, de 2001, exclui os auxílios suplementares destinados a atividades de produção específicas, incluindo a utilização dos estúdios cinematográficos.

Conclusão

(93) Atendendo às considerações anteriores, a Comissão considera que o projeto concede uma vantagem económica seletiva à Ciudad de la Luz. O projeto é financiado por fundos públicos, distorce a concorrência e tem incidência sobre o comércio entre os Estados-Membros. Por conseguinte, a Comissão considera que a medida notificada constitui um auxílio estatal na aceção do artigo 107.º, n.º 1, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.

Compatibilidade

(94) A Comissão tem de garantir, em primeiro lugar, que o auxílio não é contrário ao disposto no TFUE em domínios que não o dos auxílios estatais. No caso vertente, a avaliação da Comissão não prejudica quaisquer outras conclusões atinentes à compatibilidade com a legislação da contratação pública da União. O auxílio não compreende nenhum outro elemento suscetível de levantar problemas relativos ao princípio da legalidade geral do auxílio.

(95) Como foi referido na decisão de iniciar o procedimento, as autoridades espanholas alegaram, como argumento coadjuvante caso a Comissão viesse a considerar que as medidas em causa constituíam um auxílio estatal, que as medidas em causa eram compatíveis com o artigo 107.º, n.º 3, a título de auxílios com finalidade regional e auxílios destinados a promover a cultura.

Auxílios com finalidade regional

(96) Os auxílios com finalidade regional relativos à construção da Ciudad de la Luz podem justificar-se, uma vez que o investimento se realiza numa zona assistida. As autoridades espanholas sustentaram que as normas em matéria de auxílios com finalidade regional aplicáveis aquando da tomada da decisão inicial de investimento, no período 2000-2006, permitiriam uma intensidade de ajuda de 36 %.

(97) Tratando-se de um auxílio não notificado, são aplicáveis as Orientações dos auxílios com finalidade regional para o período 2000-2006 ([34]). O ponto 4.2 das Orientações reza o seguinte: «A fim de garantir a viabilidade e a solidez dos investimentos produtivos objeto do auxílio, o contributo do beneficiário destinado ao seu financiamento deve atingir, no mínimo, 25 %.». A nota de rodapé 20 esclarece que este contributo mínimo de 25 % deve ser isento de qualquer auxílio. Ainda que, numa primeira fase, tenha havido um investidor privado detentor de 25 % do capital social inicial de 600 000 EUR, este investidor privado era a empresa gestora do projeto a troco de honorários, que não realizou nenhum outro investimento no projeto equivalente à maior parte do investimento público no projeto. Por conseguinte, o primeiro investimento não pode ser considerado separadamente do investimento público, uma vez que não se trata de um investimento independente. Além disso, a SPTCV absorveu o investidor privado em julho de 2004, pelo que a sua participação desceu, nesse momento, para 0,2 %.

(98) As autoridades espanholas alegaram que o investimento de 25 % da própria SPTCV podia ser considerado como contribuição do beneficiário. A Comissão considera que esta leitura, segundo a qual 25 % do investimento está coberto por um organismo público que não se comporta como um investidor privado (ver capítulo V, subcapítulo «Vantagem económica»), provindo os restantes 75 % também de recursos estatais, não permite garantir que o investimento produtivo beneficiário do auxílio seja viável e são.

([34]) JO C 74 de 10.3.1998, p. 9.

(99) Como o investimento realizado na Ciudad de la Luz foi financiado integralmente por fundos públicos da SPTCV, esta condição não está preenchida.

Auxílio setorial ao setor audiovisual

(100) Em determinadas situações, a Comissão autorizou auxílios ao setor audiovisual em conformidade com o artigo 107.º, n.º 3, alínea c), tendo em conta os objetivos culturais do artigo 167.º do TFUE. A exceção cultural pode ser invocada em conjunto com as demais bases jurídicas da compatibilidade, tal como o auxílio a determinadas atividades económicas nos termos do artigo 107.º, n.º 3, alínea c), do TFUE ([35]). Apesar de não ter sido proposta pelas autoridades espanholas, debruçamo-nos em seguida sobre a referida base jurídica, tendo em conta as observações dos terceiros interessados.

(101) A avaliação nos termos do artigo 107.º, n.º 3, alínea c), do TFUE é efetuada mediante um teste em três etapas que pondera as vantagens e os inconvenientes da medida em questão.

(102) Ao aplicar este teste de ponderação, a Comissão avalia os seguintes aspetos:

a) A medida de auxílio visa atingir um objetivo bem definido de interesse comum (ou seja, pretende colmatar um disfuncionamento de mercado ou lograr outro objetivo)?

b) O auxílio foi bem concebido para atingir o objetivo de interesse comum? Em especial:

i) A medida de auxílio constitui um instrumento adequado, ou seja, existem outros instrumentos mais apropriados?

ii) Existe um efeito de incentivo, ou seja, o auxílio vai alterar o comportamento das empresas?

iii) A medida de auxílio é proporcionada, ou seja, seria possível obter a mesma mudança de comportamento com menos auxílios?

c) São escassos os efeitos sobre o comércio e as distorções da concorrência, pelo que o balanço global é positivo?

Objetivo da medida

(103) Considera-se que existe um «disfuncionamento de mercado» se o resultado do mercado não conduz ao maior bem-estar social possível. Pode haver resultados de mercado ineficientes no caso dos chamados bens públicos ou bens *meritórios* ([36]). Estes bens geram efeitos externos positivos quando o benefício social supera o benefício privado. Consequentemente, a quantidade oferecida situa-se abaixo do nível ótimo, o que, por seu turno, justifica a intervenção pública (e, possivelmente, as subvenções públicas).

(104) Existe, na União, um mercado comercial altamente competitivo em que operam vários grandes estúdios cinematográficos. Acresce que, no que se refere às grandes produções cinematográficas, os estúdios europeus enfrentam uma concorrência apreciável por parte dos estúdios situados fora da União. Portanto, não existem, à primeira vista, provas cabais de um disfuncionamento do mercado relativo a uma oferta insuficiente e a custos de entrada elevados. Em sua resposta à decisão de iniciar o procedimento, os cineastas espanhóis alegam que, antes da construção da Ciudad de la Luz, o mercado espanhol não dispunha de serviços similares de grande qualidade. Concretamente, os cineastas valencianos sublinharam que a proximidade dos estúdios de cinema lhes permitiria reduzir os custos de produção (custos de transporte mais baixos, proximidade de outros serviços necessários à produção de filmes, etc.).

(105) Não obstante, o facto de os produtores cinematográficos nacionais beneficiarem da Ciudad de la Luz não basta para demonstrar a existência de um «disfuncionamento do mercado», tal como definido anteriormente. Em primeiro lugar, considerar que a Ciudad de la Luz vem pôr termo a um disfuncionamento do mercado com respeito à produção local de filmes em Espanha seria contrário ao objetivo declarado pelas autoridades espanholas. O relatório da Consultia, de 2004, considera que os estúdios locais são apenas concorrentes «indiretos», ao passo que a Ciudad de la Luz visaria captar as grandes produções cinematográficas.

([35]) Ver, nomeadamente, a Decisão NN 84/2004, de 22 de março de 2006, França – Regimes de auxílio ao cinema e ao setor audiovisual. Neste caso, a Comissão autorizou *a posteriori*, com base do artigo n.º 107, n.º 3, alíneas c) ou d) do TFUE, medidas de auxílio destinadas a apoiar, nomeadamente, a distribuição de filmes, a criação, remodelação ou modernização de salas de cinema, a distribuição de vídeos musicais ou vídeos, as atividades de I&D e o desenvolvimento de tecnologias de pós-produção. Ver também N 192/2008, de 11 de abril de 2008, Espanha – Promoção da dobragem e legendagem de filmes em basco.

([36]) Os bens públicos existem no caso de não ser possível prestar um bem ou um serviço a uma pessoa sem excluir outras ou quando não existe rivalidade no consumo (por exemplo, a iluminação pública ou rede viária). Os bens de interesse geral, ou *meritórios*, são aqueles bens e serviços que as administrações públicas consideram que os cidadãos não consumirão suficientemente, pelo que devem ser subvencionados ou fornecidos gratuitamente (por exemplo, a educação ou as bibliotecas públicas).

(106) Em segundo lugar, para detetar um disfuncionamento do mercado relativo aos produtores espanhóis, seria necessário avaliar se o benefício social gerado por estúdios como a Ciudad de la Luz seria superior aos respetivos custos. Para este efeito, impunha-se averiguar se as instalações disponíveis não seriam suficientes, ou seja, se os cineastas espanhóis não poderiam utilizar os estudos existentes em Espanha (como Video Planning, Cartuja Producciones e Loasur Audiovisual na Andaluzia, Media Park na Catalunha, Platós Valencia em Valência, e Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Estudios Los Ángeles e Flash Estudio em Madrid) ou noutros Estados-Membros. Conquanto tivessem referido algumas vantagens decorrentes da Ciudad de la Luz no plano dos custos (sem as quantificar), os produtores cinematográficos espanhóis não sustentaram que a existência de estúdios locais com estas características fosse essencial para a produção cinematográfica local.

Auxílio bem concebido

(107) Tendo em conta que não existe um disfuncionamento do mercado bem caracterizado que o auxílio pretendesse remediar, não se pode também considerar que o auxílio seja apropriado e proporcionado para corrigir o referido disfuncionamento. Se a finalidade do estúdio de cinema era fomentar a produção local, teria sido necessário, entre outras questões, comparar o investimento realizado com outras medidas suscetíveis de obter eficiências comparáveis na perspetiva dos produtores cinematográficos. As autoridades espanholas não apresentaram esta comparação.

Distorção da concorrência e o comércio

(108) O teste de ponderação requer que também se avaliem os efeitos negativos no plano da *distorção da concorrência e do comércio*. Dado que a sua produção esteve muito aquém das expectativas iniciais e atraiu fundamentalmente produções locais, pode pensar-se que o efeito de distorção provocado pelos estúdios Ciudad de la Luz terá sido escasso até agora. No entanto, o número de produções cinematográficas realizadas na Ciudad de la Luz não é um bom indicador dos seus possíveis efeitos de distorção. A entrada da Ciudad de la Luz no mercado europeu dos estudos cinematográficos veio aumentar capacidade global do mercado. Segundo um raciocínio económico elementar, este aumento da oferta irá levar a uma redução geral dos preços, independentemente do número de produções que a Ciudad de la Luz seja capaz de atrair. Dado que iria afetar o preço do mercado global, esta redução de preços não poderia ser observada comparando os preços fixados pela Ciudad de la Luz com os dos seus concorrentes. Por outro lado, é possível que a construção da Ciudad de la Luz estimule outros Estados-Membros a efetuar investimentos similares. Por último, dadas as suas modernas instalações, é possível que a posição da Ciudad de la Luz venha a mudar no futuro.

(109) Atendendo às considerações anteriores, a medida não pode ser considerada compatível com o artigo 107.º, n.º 3, alínea c), pois não se destina a corrigir um disfuncionamento do setor, podendo ter consequências negativas para a concorrência e o comércio.

Auxílio cultural - investimento na construção de estúdios

(110) As autoridades espanholas não apresentaram argumentos suscetíveis de alterar o ponto de vista expresso pela Comissão na decisão de iniciar o procedimento, a saber, que «considera não haver nenhum indício de que se possa aplicar a exceção [cultural] aos auxílios estatais destinados a subvencionar os custos de construção e funcionamento de um complexo de novos estúdios cinematográficos de grande dimensão». A decisão de iniciar o procedimento excluía a possibilidade de os estúdios serem considerados «infraestrutura cultural» por serem altamente especializados e reservados ao setor audiovisual (para a rodagem de filmes, produções televisivas e anúncios publicitários).

(111) Para se aplicar a exceção cultural prevista no artigo 107.º, n.º 3, alínea d), do TFUE ao financiamento não abrangido pela Comunicação relativa ao Cinema, o auxílio teria de visar a concretização de um objetivo cultural, para além de ser necessário, proporcionado e adequado [tal como indicado na avaliação anterior nos termos do artigo 107.º, n.º 3, alínea c)]. Dado que se concluiu que estes critérios não são respeitados relativamente ao disposto no artigo 107.º, n.º 3, alínea c), o mesmo se verifica no que respeita ao artigo 107.º, n.º 3, alínea d).

Auxílio cultural – incentivos aos produtores cinematográficos

(112) Em dezembro de 2008, a Comissão autorizou os incentivos ao cinema concedidos pela Comunitat Valenciana em aplicação da Comunicação relativa ao Cinema ([37]). Os incentivos anteriores, concedidos pela Comunitat Valenciana à rodagem de filmes na Ciudad de la Luz, não podem ser considerados compatíveis se a rodagem na Ciudad de la Luz tiver sido uma condição para a concessão do auxílio (infringindo assim o quarto critério da Comunicação relativa ao Cinema, que exclui os auxílios suplementares a determinadas atividades de produção de filmes).

([37]) A Comunicação relativa ao Cinema de 2001 estabelece os critérios relativos à aplicação da exceção cultural contemplada no artigo 107.º, n.º 3, alínea d), aos regimes de auxílio destinados a fomentar a produção de obras audiovisuais.

(113) Por último, não é necessário, no âmbito da presente decisão, examinar mais pormenorizadamente se foram concedidos auxílios aos produtores cinematográficos.

VI. **CONCLUSÃO**

(114) A Comissão conclui que Espanha concedeu auxílios estatais à Ciudad de la Luz SA, em violação do disposto no artigo 108.º, n.º 3, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. Um investidor privado não teria efetuado nas mesmas condições o investimento realizado pelo Comunitat Valenciana na Ciudad de la Luz. Assim, a Comissão considera que a totalidade do investimento público no projeto constitui um auxílio ilegal.

(115) Por conseguinte, o custo do auxílio até dezembro de 2010 é a totalidade dos 265 089 599 EUR de investimento público direto efetuado na Ciudad de la Luz SA, bem todos os incentivos concedidos a produtores cinematográficos sob a condição de as filmagens se realizarem na Ciudad de la Luz.

(116) Em conformidade com o TFUE e a jurisprudência constante do Tribunal de Justiça da União Europeia, a Comissão é competente para impor a um Estado a obrigação de abolir ou modificar os auxílios ([38]), se concluir que tais auxílios são incompatíveis com o mercado interno. O Tribunal também sustentou de forma constante que a obrigação imposta a um Estado de abolir ou modificar auxílios considerados pela Comissão como sendo incompatíveis com o mercado interno visa restabelecer a situação anterior ([39]). Neste contexto, o Tribunal estabeleceu que o objetivo foi atingido depois de o beneficiário ter reembolsado os montantes concedidos a título de auxílio ilegal, renunciando assim à vantagem de que tinha gozado relativamente aos seus concorrentes, restabelecendo-se a situação prévia ao pagamento do auxílio ([40]).

(117) Em conformidade com a referida jurisprudência, o artigo 14.º do Regulamento (CE) n.º 659/1999 ([41]) do Conselho estabelece que «nas decisões negativas relativas a auxílios ilegais, a Comissão decidirá que o Estado-Membro em causa deve tomar todas as medidas necessárias para recuperar o auxílio do beneficiário».

ADOTOU A PRESENTE DECISÃO:

Artigo 1.º

O capital social inicial e os aumentos do capital social equivalentes a 94 459 719 EUR, os terrenos atribuídos à Ciudad de la Luz no valor de 9 800 040 EUR, os empréstimos participativos equivalentes a 115 milhões de EUR, os empréstimos convertíveis em ações emitidos desde 2008 no total de 45 829 840 EUR, concedidos ilegalmente por Espanha à Ciudad de la Luz SA anteriores a 31 de dezembro de 2010, bem como todos os incentivos concedidos a produtores cinematográficos sob condição de que as filmagens se realizassem na Ciudad de la Luz, em violação do disposto no artigo 108.º, n.º 3, do Tratado, constituem auxílios estatais incompatíveis com o mercado interno.

Artigo 2.º

1. Espanha deve recuperar do beneficiário os auxílios estatais incompatíveis referidos no artigo 1.º

2. Os montantes a recuperar vencerão juros a partir da data em que foram concedidos ao beneficiário até à data da sua recuperação.

3. Os juros devem ser calculados numa base composta em conformidade com o capítulo V do Regulamento (CE) n.º 794/2004 do Conselho ([42]).

4. Espanha deve cancelar todos os pagamentos pendentes do auxílio mencionado no artigo 1.º, a contar da data de adoção da presente decisão.

Artigo 3.º

1. A recuperação do auxílio mencionado no artigo 1.º será imediata e efetiva.

2. Espanha deve certificar-se de que a presente decisão é aplicada no prazo de quatro meses a contar da data da sua notificação.

Artigo 4.º

1. Num prazo de dois meses a contar da data de notificação da presente decisão, Espanha deve fornecer as seguintes informações:

a) montante total (capital e juros) a recuperar de cada beneficiário;

b) descrição pormenorizada das medidas já adotadas e previstas para dar cumprimento à presente decisão;

c) documentos comprovativos de que o beneficiário foi instado a reembolsar o auxílio.

2. Espanha deve informar a Comissão dos progressos alcançados na sequência das medidas nacionais adotadas para aplicar a presente decisão, até à recuperação total do auxílio referido no artigo 1.º Deve entregar imediatamente, a pedido da Comissão, toda a informação sobre as medidas já adotadas e previstas para garantir o cumprimento da presente decisão. Espanha deve fornecer também informações pormenorizadas sobre os montantes do auxílio e dos juros já reembolsados pelo beneficiário.

([38]) Processo C-70/72, Comissão/Alemanha, n.º 13.
([39]) Processos apensos C-278/92, C-279/92 e C-280/92, Espanha/Comissão, n.º 75.
([40]) Processo C-75/97 Bélgica/Comissão, n.os 64-65.
([41]) JO L 83 de 27.3.1999, p. 1.
([42]) JO L 125 de 28.4.2004, p. 4.

Artigo 5.º

O Reino de Espanha é o destinatário da presente decisão.

Feito em Bruxelas, em 8 de maio de 2012.

Pela Comissão
Joaquín ALMUNIA
Vice-Presidente

ANEXO A

Informações sobre os montantes de auxílio recebidos, a recuperar e já recuperados

Identidade do beneficiário	Montante total do auxílio recebido no âmbito do regime (*)	Montante total do auxílio a recuperar (*) (Capital)	Montante total já reembolsado (*)	
			Capital	Juros

(*) Milhões de unidades da moeda nacional

ANEXO I

Ciudad de la Luz (CDL) – Estudo para o cálculo adequado do custo do capital nas decisões orçamentais de investimento – Julho de 2009

Objetivo

O objetivo do presente relatório é determinar se o investimento no projeto de criação da empresa Ciudad de la Luz (CDL) pode ser considerado um auxílio estatal. De acordo com o princípio do investidor numa economia de mercado, o investimento efetuado é considerado um auxílio estatal se a compensação que o Estado espera receber for inferior ao montante que um investidor privado teria exigido no contexto desse projeto específico.

Um investidor privado [1] teria estado disponível para investir no projeto CDL se a taxa interna de rentabilidade esperada [2] fosse maior ou igual ao custo de oportunidade do capital social [3] (isto é, a rentabilidade que poderia ter obtido num projeto similar).

Na análise subsequente, utiliza-se o modelo de equilíbrio de ativos financeiros para calcular o custo do capital social. Esta variável permite determinar se um investidor privado teria decidido investir no projeto CDL.

Seguidamente, o intervalo obtido para a variável é comparado com os resultados *ex post* relativos a uma mostra representativa de concorrentes com o projeto CDL. Foi esta a abordagem adotada pela consultora LECG no seu relatório, a saber, a utilização dos resultados *ex post* como referência para o custo de oportunidade do capital para este tipo de projetos. Como se verá mais adiante, a medida dos resultados *ex post* escolhida pela LECG não é a mais adequada para estabelecer uma referência. Mais importante ainda, qualquer indicador dos resultados *ex post* constitui uma variável substitutiva imperfeita da rentabilidade *ex ante* pretendida.

Chegámos à conclusão de que o custo de oportunidade do capital para este projeto rondaria os 14,91 %. Logo, um investidor privado exigiria obter uma taxa interna de rentabilidade superior a 14,91 %. De acordo com o plano de negócios proposto pela CDL em 2004 (que é a informação financeira mais recente que serve de base ao presente projeto), a taxa interna de rentabilidade do investimento na CDL era 5,74 % [4].

Consequentemente, um investidor privado não teria investido no projeto CDL dado que a sua taxa interna de rentabilidade seria inferior ao custo de oportunidade do capital.

Custo do capital social [5]

O custo do capital social é a taxa mínima de rentabilidade que o projeto CDL deve proporcionar aos seus sócios a título de compensação:

— pelo valor temporal do dinheiro;

— pelo risco associado ao investimento no projeto CDL.

Convém sublinhar que a taxa de rentabilidade pertinente é uma rentabilidade futura esperada e não uma rentabilidade histórica. O custo do capital social reflete o custo de oportunidade do investimento para os sócios em empresas ou projetos que apresentem o mesmo risco financeiro e empresarial (ou um nível de risco semelhante) que o projeto em análise.

Em seguida, aplica-se um método de estimação do custo do capital social que goza de ampla aceitação, a saber, o modelo de equilíbrio de ativos financeiros:

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

em que:

— K_e é o custo do capital social, expresso em %;

— R_f é a taxa sem risco, expressa em %;

— $(R_m - R_f)$ é o prémio de risco do mercado, expresso em %;

— ß é «Beta», uma medida do risco sistemático (não diversificável) associado aos valores da CDL, que reflete tanto o risco financeiro como o risco empresarial.

[1] Na ausência de dívida.
[2] Por definição, a taxa interna de rentabilidade corresponde à taxa de atualização que faz com que o valor atual líquido do investimento seja igual a zero.
[3] Brealey e Myers (2000), *Principles of Corporate Finance*, 6.ª edição (capítulo 5, p. 100).
[4] O uso desta referência não significa que este valor seja considerado correto. É difícil estabelecer com exatidão as previsões dos fluxos de caixa; por conseguinte, é provável que, no melhor dos casos, a taxa de rentabilidade interna indicada de 5,74 % represente um limite superior.
[5] Ver apêndice para a definição geral do custo médio ponderado do capital, que inclui tanto o capital como a dívida.

Para a taxa sem risco, a prática do mercado sugere que seja tomada a taxa das obrigações do Tesouro a longo prazo (em geral, 10 anos) do país em causa.

No tocante ao prémio de risco, dever-se-ia ter em conta o prémio de risco histórico do mercado por um período razoavelmente dilatado. É prática corrente utilizar o diferencial entre a rentabilidade histórica de um índice de ações diversificado no país em causa e a taxa sem risco.

Aplicação ao projeto Ciudad de la Luz

Em 2004, a rentabilidade média anual das obrigações do Tesouro a 10 anos em Espanha era 4,1 % ([1]).

R_f = 4,1 %

Segundo Fernández (2004) ([2]), o prémio de risco histórico do mercado para as obrigações do Tesouro espanholas (no período 1991-2003, que coincide aproximadamente com o período anterior ao nosso investimento) situa-se entre 6,8 % e 9,3 % (a diferença reside no método de cálculo da média - aritmética ou geométrica). Na nossa estimação do prémio de risco do mercado teremos em conta o limite inferior deste intervalo.

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

Por último, para estimar o valor de beta, utilizamos informação disponível ao público relativa a empresas identificadas como concorrentes diretos da CDL pelas autoridades espanholas.

Em 2001, a KBC Securities elaborou um relatório que continha a informação necessária para calcular o valor atual líquido de um investimento a 10 anos no **Grupo Carrere**. Note-se que tanto a data como o prazo de amortização do investimento coincidem aproximadamente com os do caso vertente. A taxa de atualização utilizada no relatório KBC foi 12 %, correspondendo o valor de beta a 1,8. Tendo em conta que o perfil do risco financeiro de **Carrere** é diferente do da CDL (a estrutura do capital de **Carrere** inclui a dívida), há que ajustar este valor e calcular a beta sem ter em conta a dívida a fim de isolar o perfil do risco empresarial. A fórmula que nos permite obter o valor de beta excluindo a dívida é a seguinte:

$\text{Beta}_{\text{Sem dívida}} = \text{Beta}_{\text{Com dívida}}/[1 + (1 - T)\ D/E]$

em que T é a taxa de imposto aplicável. A taxa de imposto em França, onde o Grupo Carrere tem a sua sede social, ronda os 33 %, e os dados relativos ao coeficiente de endividamento constam do relatório original da KBC. Aquando da emissão das ações, o coeficiente de endividamento era de10 %. Este valor foi confirmado pelos dados da Bloomberg.

Aplicando estes valores aos diferentes parâmetros, obtém-se o valor seguinte para a beta sem dívida:

$\text{Beta}_{\text{Sem dívida}}$ = 1,68

Na Alemanha, *Der Spezialist für Finanzaktien* efetuou uma análise semelhante em 2008 para o **Studio Babelsberg**, outra empresa que as autoridades espanholas identificaram como concorrente direta da CDL. No referido dito relatório partia-se da hipótese de que o custo do capital seria de 12 %, correspondendo beta a um valor de 1,5. Quando o relatório foi publicado, o **Studio Babelsberg** não tinha dívidas, o que significa que sua estrutura de capital era idêntica à da CDL; portanto, nestas circunstâncias, não se justifica ajustar beta.

Estas provas obtidas com base em relatórios pormenorizados referentes a dois concorrentes diretos indicam que a beta aplicável à CDL se situa (pelo menos) no intervalo 1,5 - 1,68. Além disso, pelas razões já apontadas pela Comissão, é provável que o investimento na CDL implique um maior nível de risco idiossincrático. Por outras palavras, é provável que o valor de beta aplicável à CDL seja maior que o dos seus concorrentes.

Em seguida, tomamos a média aritmética destes dois valores e atribuímos o resultado à CDL (embora a CDL apresente provavelmente um maior nível de risco idiossincrático). Convém não esquecer que estes dados foram proporcionados por analistas financeiros que levaram a cabo uma análise rigorosa do Grupo Carrere e do Studio Babelsberg.

Assim, o limite inferior da rentabilidade esperada do investimento para um investidor privado seria:

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

A obtenção deste valor é útil porque implica que um valor do custo médio ponderado do capital (WACC) substancialmente inferior a **14,91 %** pode ser afastado liminarmente.

Fragilidades metodológicas da LECG

A estimação utilizada no estudo da consultora LECG, que conduziu a um fator de atualização de 5,15 %, apresenta importantes lacunas metodológicas. A LECG afirmava que a variável substitutiva adequada para o custo médio ponderado do capital é a rentabilidade dos ativos obtida por um ou, quiçá, dois concorrentes (Pinewood e Babelsberg).

([1]) Global Insight.
([2]) Pablo Fernández (2004). *Market risk premium*: *required, historical and expected*, documento de trabalho da Escola de Gestão IESE.

Em primeiro lugar, as medidas contabilísticas da rentabilidade, como a rentabilidade dos ativos, não devem ser consideradas uma medida adequada da rentabilidade média esperada por um investidor por pelo menos três razões [1]: numa perspetiva contabilística, a rentabilidade calcula-se anualmente, ao passo que um investidor racional terá em conta a rentabilidade ao longo de toda a vida do projeto em causa; além disso, a informação contabilística é informação histórica sobre a empresa, pelo que é mais apropriada para avaliar os resultados *ex post* da empresa do que o rendimento esperado *ex ante* dos investimentos; por último, os investidores não estão especialmente interessados nos ganhos contabilísticos mas sim nos monetários, ou seja, nos fluxos de caixa que obtêm dos seus investimentos.

Acresce que a LECG deveria ter comparado o custo médio ponderado do capital com o rendimento do capital investido e não com a rentabilidade dos ativos. A medida do custo médio ponderado do capital refere-se ao capital total, ou seja, ao capital social e à dívida financeira. No entanto, o passivo de um balanço típico não só contempla o capital social e a dívida financeira mas também o passivo corrente, ou seja, as faturas por pagar aos fornecedores. Por conseguinte, o ativo total é maior ou igual ao capital total e, para um nível de rentabilidade determinado, a rentabilidade dos ativos é menor ou igual ao rendimento do capital investido [2]. Por isso, a variável que deve ser comparada com o custo médio ponderado do capital é o rendimento do capital investido e não a rentabilidade dos ativos. Um projeto atinge um valor positivo se e só se o rendimento do capital investido for maior ou igual ao custo médio ponderado do capital.

Dados sobre os concorrentes

Antes de passarmos a examinar os dados do mercado, fazemos questão em sublinhar que a referência adequada é o custo *ex ante* do capital social. Os níveis de rentabilidade observados *ex post* constituem unicamente uma variável substitutiva imperfeita das expectativas *ex ante*, dado que a rentabilidade conseguida *ex post* não é necessariamente igual à rentabilidade pretendida *ex ante*. Se estiverem interessados nos resultados passados de um determinado setor, os investidores deverão então analisar o rendimento do capital investido, uma medida da rentabilidade *ex post* relativamente neutra face à estrutura de capital das diferentes empresas, já que inclui tanto o capital como a dívida. À medida que o nível de endividamento de uma empresa aumenta, o rendimento do capital para os acionistas também aumenta, em comparação com o rendimento do capital investido.

Na análise subsequente, passaremos a examinar dados do rendimento do capital investido de um grupo representativo de concorrentes. Estes dados foram obtidos de várias fontes e, como veremos, os resultados não se afastam dos do nosso exercício de verificação.

1. *Dados de AMADEUS*

AMADEUS é uma base de dados pan-europeia exaustiva que contém informação financeira sobre mais de 11 milhões de empresas públicas e privadas de 41 países europeus, elaborada pelo Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing. BvD é um dos principais fornecedores à escala mundial de dados sobre os balanços empresariais; a Europa é a região que conta com a maior cobertura de dados.

A mediana é o número que separa a metade superior de uma amostra da metade inferior. Se os valores observados forem ordenados de forma ascendente ou descendente, a mediana é o valor central.

A média aritmética (média) é a soma de todas as observações dividida pelo número de observações.

Em muitas distribuições a média e a média coincidem. De um ponto de vista empírico, no entanto, ambas as medidas podem acusar diferenças substanciais se, mesmo no caso de uma amostra de grandes dimensões, a distribuição observada for assimétrica (devido, por exemplo, a vários valores discrepantes, ou observações extremas).

Os dados apresentados em seguida referem-se a valores da média superiores aos da mediana (assimetria positiva). Dado que a média é sensível aos valores discrepantes, concentrar-nos-emos na mediana. Note-se que esta opção conduz a um nível de rentabilidade inferior ao que se obteria se utilizássemos a média da amostra.

Análise do grupo das empresas homólogas

Se considerarmos uma amostra muito ampla abarcando todas as atividades incluídas no grupo 921 da nomenclatura estatística de atividades económicas (NACE) (Atividades cinematográficas e de vídeo), contam-se mais de 11 000 observações para o período 1994-2008.

	Mediana
Rendimento do capital investido	13,56 %

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

[2] Esta confusão é frequente, uma vez que nos manuais financeiros alguns autores utilizam um balanço simplificado que se limita a incluir o capital social e a dívida financeira, omitindo o passivo corrente. Nestes casos, a rentabilidade dos ativos é, de facto, igual ao rendimento do capital investido. No entanto, no mundo real isto não costuma acontecer.

A Pinewood-Shepperton, o Grupo Carrere e o Barrandov Studio estão incluídos no código mais restrito 9211 da NACE, com quatro dígitos (Produção cinematográfica e de vídeo). Além das classificações da NACE, a AMADEUS proporciona uma definição mais precisa do conceito de «homólogo» ao agrupar empresas com o mesmo código NACE em função do tamanho. A Pinewood-Shepperton, o Grupo Carrere e o Barrandov Studio pertencem ao grupo de empresas «muito grandes» no âmbito do código 9211 da NACE (a expressão «muito grandes» não constitui uma medida absoluta, mas sim relativa, em comparação com outras empresas incluídas no código 9211 da NACE). Para este grupo de 45 empresas homólogas, a mediana [1] correspondente ao período 2000-2006, nos casos em que há dados disponíveis, é:

	Mediana
Rentabilidade do capital investido	10,1 %

Na AMADEUS, a Studio Babelsberg está incluída no mesmo código NACE que as três empresas anteriores, mas é considerada apenas como uma «grande empresa». O grupo de «grandes empresas» homólogas incluídas no referido código é composto por 133 empresas. A mediana do grupo no mesmo período (2000-2006) é:

	Mediana
Rentabilidade do capital investido	10,1 %

A Cinecitta Studios está subordinada a um código NACE relativo a «publicidade», o que significa que o grupo de homólogos é inadequado para efeitos comparativos. A CDL foi também incluída num grupo de homólogos com o código NACE 7413 (Estudos de mercado e sondagens de opinião), o que, em nosso entender, é irrelevante para efeitos da nossa avaliação.

2. *Dados da ORBIS* [2]

Foi necessário recorrer à ORBIS para obter dados sobre as empresas mencionadas na informação apresentada pelas autoridades espanholas. Na ORBIS, havia informação disponível sobre as seguintes empresas:

— Pinewood Shepperton

— Studio Babelsberg

— Grupo Carrere

— Cinecitta

— Ealing Studios

— Barrandov

— Prime Focus

— Ray Corp

— EUROPACORP

A mediana destas empresas para o período 2002-2007 é:

	Mediana
Rentabilidade do capital investido	10,82 %

Dado que este grupo de empresas se compõe de concorrentes claramente identificados, elimina-se o risco de incluir valores discrepantes que realmente não estejam ativos no mesmo segmento que a CDL (algo que poderia efetivamente acontecer no caso dos grupos de homólogos criados em AMADEUS). Assim, apresenta-se também a média correspondente a esse grupo no período 2000-2007.

	Média
Rentabilidade do capital investido	12,26 %

[1] Como já referimos, a mediana para este grupo é inferior à média aritmética. Para esta análise do grupo de homólogos, a AMADEUS proporciona a mediana anual do rendimento do capital investido correspondente ao grupo de homólogos no seu conjunto. Para agregar a informação obtida ao longo do tempo (os números apresentados no texto), calculou-se a «mediana das médias anuais».

[2] A ORBIS é uma base de dados mundial que contém informações sobre mais de 50 milhões de empresas de todo o planeta (Bureau van Dijk Electronic Publishing).

Conclusão

A análise por nós efetuada chega a um custo de oportunidade do capital de 14,91 % no que se refere ao investimento na CDL. Se tomarmos o plano de negócios de 2004 proposto pela CDL e a análise da consultora LECG, a taxa interna de rentabilidade deste projeto seria de 5,74 %. No entanto, fazemos questão em sublinhar que os fluxos de caixa previstos nos planos de negócios de 2004 parecem injustificadamente otimistas, especialmente tendo em conta as perdas reais sofridas pela empresa no período 2002-2004 ([1]). Com base na informação de que dispomos, podemos supor que os fluxos de caixa esperados expostos no plano de negócios de 2004 representavam um limite superior.

Como referimos na introdução, um investidor só investirá num projeto que lhe proporcione uma taxa interna de rentabilidade superior ao custo de oportunidade do capital. Em consequência, um investidor no projeto CDL teria exigido uma taxa interna de rentabilidade muito superior (ou seja, pelo menos 14,91 %) para investir nesse projeto. Podemos concluir que o investimento realizado no projeto CDL não cumpria o princípio do investidor numa economia de mercado.

Com um custo médio ponderado do capital = 14,91 % e supondo que as previsões dos fluxos de caixa para 2004 representam um limite superior, calculámos o valor atual líquido do projeto como a soma dos fluxos de caixa descontados. Com base na informação apresentada pelas autoridades espanholas, conclui-se que o investimento de 199 milhões é a soma dos fluxos de caixa no período 2005-2007. O fluxo de caixa do último período inclui o valor residual, calculado através do modelo de atualização dos dividendos:

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

em que D_t representa o dividendo a pagar no ano t, g é a taxa de crescimento dos dividendos e r é a taxa de atualização.

Esta expressão apresenta uma elevada sensibilidade aos parâmetros D_t e g. O cálculo de estimações precisas de D_t e g sai do âmbito do presente documento. Por este motivo, utilizamos como referência os valores propostos pelas autoridades espanholas, a saber, D_t = 8 651 (fluxo de caixa do último período) e g = 2,553 % (taxa de inflação). Não obstante, aplicamos a nossa taxa de atualização estimada em 14,91 %. Com base nos valores destes parâmetros, o projeto gera um valor atual líquido negativo de -131,65 milhões.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Fluxo de caixa	– 884	– 1 792	– 2 601	– 118 177	– 55 813	– 25 088	4 462
Atualização	(1 + WACC)^2	1 + WACC	1	1/(1 + WACC)	1/(1 + WACC)^2	1/(1 + WACC)^3	1/(1 + WACC)^4
14,91 %	1,3204	1,1491	1,0000	0,8702	0,7573	0,6591	0,5735
Fluxo de caixa atualizado	**– 1 167,26**	**– 2 059,19**	**– 2 601,00**	**– 102 843,09**	**– 42 268,78**	**– 16 534,56**	**2 559,16**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Valor atual líq.
Fluxo de caixa	5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	*80 447*	
Atualização	1/(1 + WACC)^5	1/(1 + WACC)^6	1/(1 + WACC)^7	1/(+ WACC)^8	1/(1 + /WACC)^9	1/(1 + WACC)^10	
14,91 %	0,4991	0,4344	0,3780	0,3290	0,2863	0,2491	
Fluxo de caixa atualizado	**2 758,17**	**2 849,86**	**2 586,30**	**2 650,40**	**2 378,07**	**20 041,62**	**– 131,65**

Observações à última informação apresentada (25 de março)

As informações apresentadas em 25 de março carecem de rigor metodológico e procedem a uma série de alegações graves que, no melhor dos casos, não têm qualquer fundamento. Alega-se que:

([1]) *Fonte:* Relatório de empresas ORBIS

[…] «Para quantificar esta rentabilidade e, sobretudo, o prémio de risco que um investidor privado exigiria de um projeto utilizam-se diferentes modelos. O mais comum é o modelo de equilíbrio de ativos financeiros. Por exemplo, se se aplicar este modelo ao caso vertente, um investidor privado «exigiria um prémio de risco (e não uma taxa de rentabilidade) de 3,75 % em 2000 e de 2,07 % em 2004»,

e apresenta a tabela seguinte:

Table 1

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

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

Por outras palavras, a informação apresentada sustenta que a beta da CDL é ß = 0,395. Trata-se de uma conjetura sem fundamento, que não assenta em nenhum dado fiável nem verificável, e que nem sequer é facilmente defensável com base no senso comum.

Passamos a citar Brealey e Myers, referência central utilizada no relatório da consultora LECG.

«[…] a beta mede o grau de sensibilidade de um valor às flutuações do mercado. As ações com beta superior a 1,0 tendem a amplificar os movimentos globais do mercado. Aquelas cuja beta se situa entre 0 e 1,0 tendem a mover-se na mesma direção que o mercado, ainda que em menor medida Evidentemente, o mercado é a «carteira de todas as ações», pelo que a ação «média» tem uma beta de 1,0». (capítulo 7, p. 174).

Por outras palavras, as ações com uma beta maior são mais voláteis, apresentando, por isso, um risco mais elevado.

O risco do investimento na CDL é, pelo menos, tão elevado como o do investimento nos seus concorrentes estabelecidos, cujas betas são significativamente superiores a 1 (ver avaliações efetuadas pela KBC Securities e pela Spezialist fur Finanzaktien).

Em último lugar, no que respeita à taxa sem risco, parece altamente oportunista referir-se à crise financeira atual, uma situação temporária, para refutar o valor escolhido pela Comissão, que corresponde à taxa sem risco no período em que se realizou o investimento no projeto CDL.

Apêndice

Para financiar um projeto, os investidores têm de investir capital. Esse capital tem um custo, o custo do capital.

Normalmente, o capital provém de dois grandes tipos de fontes:

— Capital social (E)

— Capital financeiro (dívida) (D)

A soma do capital social e a dívida é o capital total (C), expresso em euros. Cada uma destas duas fontes de capital tem um custo determinado. Note-se que:

— K_e é o custo do capital social, expresso em %;

— K_d é o custo do capital financeiro (ou seja, da dívida), expresso em %.

Por conseguinte, o custo total do capital é o custo médio ponderado do capital, tendo em conta a parte que cabe ao capital social e a parte que cabe à dívida. Assim, temos:

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

Convém ainda sublinhar que K_d e K_e são o custo esperado do capital financeiro e do capital social, e não o custo histórico.

Tendo em conta as vantagens fiscais associadas ao financiamento através da dívida, e supondo que T é a taxa de imposto aplicável ao projeto CDL, temos:

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

No caso concreto do projeto CDL, o plano de negócios correspondente a 2000 não faz qualquer menção à dívida. Dado que o projeto é financiado na íntegra com capital social, temos o seguinte:

$$WACC = K_e$$

ANEXO II

[adaptação do documento de março de 2010]

Resposta ao relatório elaborado pela consultora LECG, apresentada em 19 de outubro de 2009

A resposta da consultora LECG à análise dos serviços da Comissão centra-se em quatro questões:

1) A utilização, supostamente errónea, do modelo de equilíbrio de ativos financeiros (*capital asset pricing model*, CAPM).

   Embora admita que é correto levar a cabo uma análise baseada no modelo de equilíbrio de ativos financeiros, a LECG põe em causa os valores dos parâmetros utilizados pela Direção-Geral da Concorrência. Mais concretamente, a LECG afirma que:

   — o prémio de risco do mercado deveria ser inferior,

   — os valores das betas deveriam também ser inferiores.

2) Os serviços da Comissão não se deviam ter limitado a ter em conta o plano de negócios da Consultia IT, devendo, sim, ter utilizado também o plano de negócios da Arthur Andersen correspondente a 2000 para estabelecer a referência de comparação adequada.

3) Os serviços da Comissão não utilizaram os rácios financeiros adequados para estimar a rentabilidade esperada do projeto Ciudad de la Luz (CDL).

4) Os serviços da Comissão também não tiveram em conta os rendimentos previstos derivados da construção de hotéis e de espaços para escritórios.

1. Parâmetros do modelo de equilíbrio de ativos financeiros (*capital asset pricing model*, CAPM)

1.1. *Prémio de risco do mercado*

A consultora LECG põe em causa a nossa opção de utilizar dados históricos relativos aos prémios, fundamentada em Fernández (2004), a fim de estimar o prémio de risco do mercado em Espanha para 2000 e 2004. Em seu lugar, a referida consultora sugere utilizar a informação que consta de um artigo posterior do mesmo autor [1].

Como veremos em seguida, o relatório da LECG cita o artigo mencionado de uma forma extremamente seletiva.

O relatório da LECG argumenta que se deveria utilizar o prémio exigido em lugar do prémio histórico. No entanto, Fernández (2009) afirma o seguinte:

«É fácil concluir que não existe uma estimativa pontual geralmente aceite do prémio de risco do mercado, como também não existe um método comum para estimar o dito prémio. […]

As recomendações relativas ao prémio de risco do mercado, extraídas de 150 manuais sobre finanças e avaliação, publicados entre 1979 e 2009, oscilam entre 3 % e 10 %. São vários os livros que utilizam diferentes prémios de risco em páginas diferentes, e a maioria não estabelece destrinça entre os quatro conceitos designados pela expressão «prémio de risco do mercado»: prémio de risco histórico, prémio de risco esperado, prémio de risco exigido e prémio de risco implícito. […]

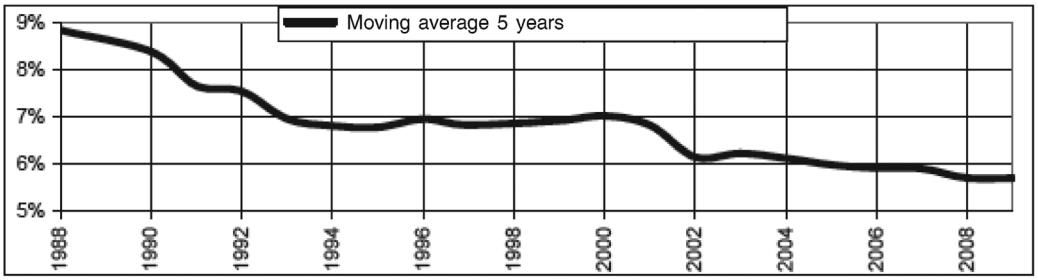
Em 129 desses livros o prémio de risco esperado e exigido são considerados termos sinónimos e 82 não distinguem entre prémio de risco esperado e prémio de risco histórico».

Ademais, no que respeita ao seu valor concreto, o estudo da LECG propõe a utilização de um prémio de risco do mercado recentemente avançado por Fernández (2009), que sugere a utilização de um prémio de risco exigido no intervalo entre 3,8 % e 4,3 %. Esta categoria não é válida para os nossos fins por, pelo menos, dois motivos. Em primeiro lugar, apresenta limitações intrínsecas, ao tratar-se de uma avaliação subjetiva de um único indivíduo. Há que ter em conta que Fernández também apresenta um valor médio obtido a partir de um total de 150 manuais (ver o gráfico seguinte). Em segundo lugar, e o que é mais importante, a sugestão do autor de se utilizar um valor compreendido entre 3,8 % e 4,3 % constitui uma estimativa do *prémio de risco atual, e não a que se registava em 2000 e em 2004*. Os valores dos parâmetros que devem ser utilizados no modelo de equilíbrio de ativos financeiros devem ser contemporâneos da data da decisão comercial (isto é, *ex ante* e não *ex post*). Por outras palavras, o

[1] Pablo Fernández (2009): «The Equity Premium in 150 Textbooks», documento de trabalho da Escola de Gestão IESE.

prémio de risco adequado é o que se registava em 2000 (ou em 2004) e não em 2009. Quanto a este ponto, o artigo de Fernández (2009) proporciona *efetivamente* estimativas consensuais do prémio de risco exigido em 2000 e 2004. Concretamente, o valor do prémio de risco exigido em 2004 é superior a 6 %, enquanto em 2000 rondada os 7 %. A nossa estimativa, calculada antes da publicação do referido artigo, era correta e situava-se nesse intervalo, a saber, em 6,8 %.

«O gráfico seguinte mostra a evolução da média móvel (nos últimos cinco anos) do prémio de risco exigido utilizado ou recomendado por 150 manuais de finanças e avaliação».



1.2. *Beta*

No que respeita à beta, o relatório da LECG semeia dúvidas sobre o uso das estimativas proporcionadas por empresas privadas especializadas em avaliações. Apresentam-se em seguida as ligações eletrónicas aos estudos referidos:

Carrere (a informação utilizada consta da página 5 do relatório seguinte):

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

Studio Babelsberg (ver p. 10)

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

Em nosso entender, um investidor privado recorreria precisamente a estas fontes em busca de informação para determinar o valor da beta *ex ante*. Estes analistas dispõem de conhecimentos específicos para ponderar as avaliações *ex ante*.

Estes dois estudos apresentam as betas de uma série de concorrentes próximos do projeto Ciudad de la Luz.

Pablo Fernández, o autor citado de forma extensa, mas seletiva, no estudo da LECG, dedicou boa parte do seu trabalho a demonstrar que as betas históricas (como as propostas pela LECG) são praticamente irrelevantes.

No seu artigo «Are calculated betas worth for anything?» («O cálculo das betas serve para alguma coisa?», 2008, documento de trabalho da Escola de Gestão IESE), Pablo Fernández expõe sólidos argumentos contra o uso das betas calculadas nas avaliações:

«Chegámos à conclusão de que, em termos gerais, é um grave erro utilizar a beta histórica como variável substitutiva da beta esperada. Em primeiro lugar, porque é quase impossível calcular uma beta coerente, dado que as betas históricas variam drasticamente de um dia para o outro. Em segundo lugar, porque, frequentemente, não podemos afirmar com um nível de confiança estatística significativo se a beta de uma empresa é maior ou menor que a de outra. Em terceiro lugar, porque, em muitos casos, as betas históricas não fazem grande sentido: as empresas com um perfil de risco elevado apresentam amiúde betas históricas inferiores às das empresas com baixo risco; Em quarto lugar, porque as betas históricas dependem em grande medida do índice utilizado para as calcular. […] [1]» (*o sublinhado é nosso*).

O terceiro argumento esgrimido por Fernández (2008) também serve para ilustrar que as betas apresentadas pela LECG não podem ser corretas. Além disso, Fernández afirma que as empresas com um risco elevado também apresentam valores altos para a beta. Trata-se de um resultado muito intuitivo: a rentabilidade exigida para um projeto de alto risco (como o da CDL) deveria ser maior que a rentabilidade proporcionada por uma carteira de valores diversificada (por exemplo, o IBEX 35).

[1] Damodaran (Damodaran, Aswath (1994). Nova Iorque: John Wiley and Sons) também adota esta perspetiva ao calcular a beta da Disney. Com os dados diários, obtém uma beta de 1,33; com os semanais, de 1,38; com os mensais, de 1,33; com os trimestrais, de 0,44, e com os dados anuais obtém uma beta de 0,77. Se considerar um período de três anos, obtém um valor de 1,04, que ascende a 1,13 se o período for de cinco anos ou a 1,18 se o período tido em conta for de 10 anos. A beta depende também do índice tomado como referência de comparação; assim, obtém-se uma beta de 0,99 relativamente ao Dow 30; em relação ao índice S&P 500, a beta é de 1,13, e para o Wilshire 5000, obtém-se um valor de 1,05.

Noutro artigo centrado no caso de Espanha [*On the instability of betas: the case of Spain* (Instabilidade das betas: o caso espanhol), 2008, documento de trabalho da Escola de Gestão IESE)], Pablo Fernández volta a demonstrar que é um grave erro utilizar betas calculadas a partir de dados históricos para calcular a rentabilidade exigida às ações.

«Trata-se de um erro por sete razões:

1. Porque as betas calculadas a partir de dados históricos se alteram consideravelmente de um dia para outro.

2. Porque as betas calculadas dependem em grande parte do índice bolsista utilizado a título de referência do mercado.

3. Porque as betas calculadas dependem em grande parte do período histórico utilizado para o seu cálculo (cinco anos, três anos, etc.).

4. Porque as betas calculadas dependem do tipo de rentabilidade (mensal, anual, etc.) utilizado para o seu cálculo.

5. Porque, muito frequentemente, ignoramos se a beta de uma empresa é maior ou menor que a de outra.

6. Porque as betas calculadas apresentam uma baixa correlação com a rentabilidade das ações.

7. Porque os coeficientes de correlação (e a dispersão) das regressões utilizadas para calcular as betas são muito pequenos».

O artigo citado apresenta numerosos exemplos que consubstanciam estas sete afirmações.

2. **Horizonte temporal pertinente**

Na nossa análise anterior utilizámos o ano 2004 como referência para o cálculo do valor atual líquido, dado que foi nesse ano que se realizou a totalidade do investimento de 199,4 milhões de euros. No entanto, poderíamos facilmente replicar a nossa análise relativamente a 2000. O custo médio ponderado do capital (ou WACC, sigla inglesa) resultante seria maior que em 2004 [1], visto que o prémio de risco do mercado era mais elevado (e que, de acordo com a informação recolhida por Fernández, rondaria os 7 %; ver ponto 1.1) e a uma taxa sem risco também mais elevada (que, em Espanha, era de 5,53 % em 2000) [2]. Por tanto, a taxa interna de rentabilidade (8,84 %) seria ainda muito inferior ao custo do capital (para sermos exatos, WACC = 5,53 % + 1,59 * 7 % = 16,66 %).

Podemos ir mais longe e calcular o valor atual líquido do projeto em 2000. Tendo em mente todas as advertências que já expusemos na nossa anterior análise (isto é, o uso do valor nominal dos fluxos de caixa e os parâmetros utilizados para o cálculo do valor final, salvo, evidentemente, o custo médio ponderado do capital), obtemos o valor atual líquido negativo abaixo indicado:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Valor atual líquido
Fluxo de caixa	– 46 479	– 69 719	9 005	12 616	6 930	7 710	68 698	
Atualização	1	1/(1 + WACC)	1/(1 + WACC)^2	1/(1 + WACC)^3	1/(1 + WACC)^4	1/(1 + WACC)^5	1/(1 + WACC)^6	
16,66 %	1	0,8572	0,7348	0,6298	0,5399	0,4628	0,3967	
Fluxo de caixa atualizado	– 46 479	**– 59 762,56**	**6 616,67**	**7 946,13**	**3 741,50**	**3 568,16**	**27 252,87**	**– 57 116,22**

[1] Segundo os nossos cálculos, o custo médio ponderado do capital em 2004 era de 14,91, com base numa taxa sem risco de 4,1 % e um prémio de risco do mercado de 6,8.

[2] Ver estatísticas da OCDE.

3. **Rácios financeiros**

O relatório da LECG concorda com nosso ponto de vista de que o modelo de equilíbrio de ativos financeiros é o instrumento adequado para avaliar o custo do capital *ex ante*. Mais ainda, não invoca argumento algum que refute o uso do rendimento do capital investido (ROCE) como variável substitutiva do custo médio ponderado do capital (WACC). Logo, não é necessário repetir aqui o raciocínio já exposto no nosso relatório anterior. Não obstante, pode ser útil recordar os motivos pelos quais o rendimento do capital investido constitui o rácio mais adequado. Dado que a rentabilidade económica de uma empresa se mede com caráter *ex post* pela diferença entre a rentabilidade do capital aplicado e o custo do capital, pode intuir-se que, se se quiser estabelecer uma referência de comparação com base em dados passados dos concorrentes para determinar a rentabilidade mínima exigida pelos investidores, a variável substitutiva mais adequada seria o rendimento médio do capital investido registado no setor.

4. **Extensão do investimento a hotéis e espaços de escritórios**

As afirmações realizadas a este respeito assentam em novas provas, a saber, seis relatórios de avaliação de terrenos. Como observação preliminar, queremos assinalar que estas provas foram apresentadas *ex post*, pelo que não faziam parte da informação que os investidores potenciais tinham à sua disposição naquele momento ([1]). Em segundo lugar, gostaríamos de sublinhar que o relatório da Arthur Andersen só menciona a possibilidade de construir um complexo hoteleiro (na fase III) e um determinado espaço de escritórios (na fase IV). O relatório contém uma estimativa dos custos associados à construção dos hotéis e dos escritórios, mas nenhuma dos rendimentos correspondentes; portanto, não inclui a informação necessária para avaliar a rentabilidade da edificação dos terrenos. Também não é apresentado nenhum plano de negócios relativo à execução das fases III e IV. O plano de negócios da Consultia IT inclui apenas uma referência indireta aos hotéis ao mencionar uma zona de serviços complementares; no entanto, o plano não faz qualquer referência aos escritórios. Além disso, o capítulo dedicado às previsões económicas e financeiras não tem em conta estas atividades. Por outras palavras, jamais teria sido apresentado aos investidores privados um plano de negócios relativo à edificação dos terrenos. Isto implica que a avaliação *ex ante* do projeto só teria podido assentar no plano de negócios relativo aos estúdios cinematográficos. Acresce que todas as provas pertinentes indicam que o plano de negócios original não contemplava a edificação dos terrenos. Além do mais, o relatório apresentado pela LECG em abril de 2008 afirmava expressamente no ponto 5 (*Valor de exploração de um complexo hoteleiro e de uma zona comercial na Ciudad de la Luz*) que os pormenores do investimento no complexo de serviços (hotéis e zona comercial) não tinham sido analisados em nenhum dos dois planos de negócios porque i) os serviços anteriormente mencionados seriam, de todas as formas, construídos qualquer caso após o estúdio, e ii) a rentabilidade do estúdio era suficientemente elevada, pelo que não era necessário analisar nessa ocasião os fluxos de caixa adicionais que o projeto Ciudad de la Luz pudesse vir a gerar.

A única informação pertinente para avaliar os terrenos provém das ofertas recebidas pela Ciudad de la Luz em 2005 para a construção e exploração dos hotéis e de uma zona comercial, apresentada no já referido ponto 5. Isto representa uma avaliação realizada pelo mercado num período contemporâneo à decisão de investimento, período que, além disso, é caracterizado por um *boom* imobiliário. Como explicaremos no ponto seguinte, as avaliações da EUROVAL não fornecem orientações adequadas com respeito ao valor dos terrenos.

Para efeitos do cálculo do valor atual líquido, incluindo uma edificação adicional dos terrenos, é possível utilizar o preço de mercado (o facto de esse preço ser relativamente baixo, como reconhecem as autoridades espanholas, é mais uma prova de que os investidores privados não consideravam esta edificação especialmente atraente).

O quadro seguinte mostra os cálculos do valor atual líquido, que incluem a edificação com base nas ofertas efetivamente apresentadas em 2005 (560 000 EUR ao ano, ajustados em função da inflação, como assinala a LECG). Como se pode verificar, o valor atual líquido continua a ser negativo.

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

([1]) O relatório da LECG de 25 de abril de 2008 segue esta mesma linha, pois afirma desde o início (no começo do ponto 2.1) que a pergunta pertinente para a aplicação do princípio do investidor numa economia de mercado é a seguinte: «*Com a informação disponível no momento de realizar o investimento, o projeto proporcionava uma rentabilidade tal que também um investidor privado teria decidido fazer o investimento em causa? […] A decisão de investimento deve ser analisada numa perspetiva* ex ante».

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

2009	2010	2011	2012	2013	2014	Valor atual líquido
5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	*80 447*	
1,087	1,110	1,133	1,157	1,181	1,206	
609	621	634	648	661	9 401	
6 135	7 182	7 476	8 705	8 968	89 848	
1/(1 + WACC)^5	1/(1 + WACC)^6	1/(1 + WACC)^7	1/(+ WACC)^8	1/(1+/WACC)^9	1/(1 + WACC)^10	
0,4991	0,4344	0,3780	0,3290	0,2863	0,2491	
3 061,91	**3 119,74**	**2 826,09**	**2 863,46**	**2 567,38**	**22 383,73**	**– 126 445,48**

A Euroval elaborou uma série de relatórios de avaliação de terrenos. Tais relatórios foram encomendados pela Sociedade Projetos Temáticos de la Comunidad Valenciana, a sociedade que investiu no projeto Ciudad de la Luz (CDL). Os relatórios pretendem apresentar uma avaliação objetiva do terreno que seria destinado à construção dos hotéis e escritórios do complexo CDL. A avaliação refere-se a 2000, 2002 e 2009. Para cada um desses anos foram avaliadas duas parcelas: uma destinada à construção do complexo hoteleiro e outra aos edifícios de escritórios. Foram assim elaborados seis relatórios de valoração no total.

Dado que os relatórios utilizam em grande medida as mesmas metodologias, alguns dos nossos comentários são de caráter genérico. Quando fazemos referência a afirmações concretas, citamos o relatório concreto no qual figuram as afirmações em causa.

Este memorando descreve as limitações dos relatórios mencionados *supra* e conclui que as avaliações neles apresentadas carecem de fiabilidade. Além disso, o memorando sublinha que o relatório de avaliação é incompatível com algumas das afirmações feitas nos documentos apresentados anteriormente pelas autoridades espanholas. Por último, indica o tipo de provas que poderiam ter sido utilizadas para estimar o valor dos terrenos.

4.1. *Os relatórios*

Como pode se observar, a Euroval não assinou nem carimbou nenhum dos relatórios, ou seja, não existe prova alguma de que a entidade assuma a responsabilidade pelas avaliações.

As autoridades espanholas afirmam que os relatórios de avaliação dos terrenos elaborados em 2000 e 2002 não cumprem os requisitos estabelecidos na Orden Ministerial (portaria) ECO 805/2003 relativa à avaliação de edifícios, «posto a sua finalidade ser distinta do objeto de aplicação da mesma» (por exemplo, página 3 do relatório de avaliação dos espaços para escritórios de 2000). Não se explicam os motivos pelos quais não se deve aplicar a citada Ordem Ministerial. A referida Ordem Ministerial é também mencionada em conjunto com a Lei 6/1998 relativa ao regime do solo e às avaliações (p. 13 do relatório mencionado *supra*). Argumenta-se que, já que se trata de uma avaliação retrospetiva para 2000, efetuada em 2002, «a equipa técnica responsável tem liberdade para aplicar os ajustamentos e as hipóteses de cálculo que considere mais adequados à finalidade perseguida». No entanto, não se sabe que ajustamentos e hipóteses são esses. Além disso, também não se esclarece por que razão não se pode aplicar a legislação em vigor, sobretudo no que respeita à avaliação dos terrenos, nem é apresentada qualquer justificação para não se terem cumprido as leis que vigoravam à data.

O relatório que apresenta a avaliação *atual* (2009) do terreno destinado à construção dos edifícios de escritórios contém uma afirmação ainda mais surpreendente. Efetivamente, alega que os métodos de avaliação aplicáveis em virtude da *legislação atualmente em vigor* podem ser adaptados porque: «uma vez que a avaliação visa prestar uma contribuição não monetária à data em causa, a equipa técnica responsável tem liberdade para aplicar os ajustamentos e as hipóteses de cálculo que considere mais adequados à finalidade perseguida». Noutros termos, dado

que a avaliação não vai conduzir a uma transação monetária, os métodos de avaliação que há que aplicar por força da legislação podem ser modificados. Para sermos mais precisos, dado que não há nenhuma transação real/monetária envolvida, a equipa técnica admite que considera que pode introduzir os ajustamentos que entenda mais adequados à «finalidade perseguida».

Não é, pois, estranho, que, oficialmente, a Euroval não assuma qualquer responsabilidade pelos seus seis relatórios.

4.1.a Relatórios relativos à construção de espaços de escritórios (parcela NNT)

Os relatórios deveriam também ter explicado mais claramente as implicações decorrentes da qualificação dos terrenos como terrenos de «uso terciário».

A limitação mais flagrante destes relatórios é o modo como estabelecem os preços de referência para os espaços de escritórios no complexo Ciudad de la Luz. Na página 18 do relatório correspondente a 2000 são enumeradas nove transações, incluindo o preço pago por metro quadrado. Estas operações tiveram lugar entre dezembro de 1999 e setembro de 2000 e o preço médio por metro quadrado foi de 1 111,7 EUR. É este o valor que foi tomado como referência para os espaços de escritórios do complexo Ciudad de la Luz.

O complexo Ciudad de la Luz situa-se nos arredores da cidade de Alicante, próximo de uma zona industrial. No entanto, as nove transações mencionadas *supra* referem-se a escritórios (com uma superfície média de 115,26 m^2) situadas nas artérias comerciais mais prestigiadas de Alicante. Utilizar essas transações para estabelecer uma referência para os 66 576,54 m^2 que se previa construir na Ciudad de la Luz não faz pura e simplesmente sentido.

O relatório utiliza o Índice de Preços no Consumidor (IPC) espanhol para deflacionar os valores correntes. Em especial, o IPC é utilizado para deflacionar uma avaliação corrente dos terrenos até 2000 (p. 24). Convém lembrar que, como o seu próprio nome indica, o IPC não inclui a inflação do preço dos ativos; o índice é calculado com base num cabaz de bens de consumo. Pelas razões que apresentamos mais adiante, o facto de se utilizar este índice para deflacionar os valores dos terrenos e/ou dos bens imóveis está muito longe de ser inócuo.

É bem conhecido que Espanha conheceu um forte *boom* imobiliário que durou mais de uma década (os problemas macroeconómicos que atravessa atualmente estão, em grande medida, relacionados com essa bolha). Consequentemente, os preços dos terrenos aumentaram muito mais rapidamente que o IPC geral.

De acordo com as estatísticas recolhidas pelo Ministerio de Moradia (Ministério da Habitação) do Governo de Espanha (http://www.mviv.es), o preço da habitação na província de Alicante aumentou 122,2 % no período compreendido entre o primeiro trimestre de 2000 e o terceiro trimestre de 2009 (selecionou-se este período por coincidir com o utilizado no relatório elaborado pela Euroval em 2000: de janeiro de 2000 a agosto de 2009). Basta dar uma vista de olhos à série temporal para observar que o ritmo de crescimento do preço da habitação atingiu o seu pico no início do período considerado.

Acresce que esta mesma fonte estatística proporciona dados sobre o preço dos terrenos; infelizmente, a série começa em 2004. No primeiro trimestre desse ano, o preço médio do metro quadrado de solo urbano na província de Alicante era de 234,3 euros/m^2. Nesse mesmo período, o preço médio do metro quadrado de solo urbano em municípios com mais de 50 000 habitantes na província de Alicante ascendia a 464,9 euros/m^2.

Dado que o preço dos terrenos que se pode utilizar para a edificação de solo urbano está altamente correlacionado com o preço da habitação, é possível obter um valor aproximado do deflator do preço da habitação no período compreendido entre o primeiro trimestre de 2000 e o quarto trimestre de 2003 olhando para a inflação dos preços da habitação nesse período. Segundo o Ministério da Habitação, entre o primeiro trimestre de 2000 e o terceiro trimestre de 2003 o preço da habitação aumentou 80,1 % em Alicante.

Por conseguinte, independentemente de se tomar o preço médio dos terrenos para o conjunto da província (234 EUR/m^2 no primeiro trimestre de 2004) ou o preço médio nos municípios de maior dimensão (464,9 EUR/m^2 nesse mesmo período), a aplicação de um deflator dessa ordem de grandeza (aproximadamente +/- 80 %) dá como resultado um preço dos terrenos no primeiro trimestre de 2000 muito inferior ao indicado no relatório da Euroval.

Vale ainda a pena mencionar que, os relatórios se contradizem no que respeita à evolução dos preços. Como já mencionámos, na página 18 do relatório correspondente ao ano 2000 são enumeradas nove transações, incluindo o preço pago por metro quadrado. Estas operações tiveram lugar entre dezembro de 1999 e setembro de 2000 e o preço médio por metro quadrado foi de 1 111,7 EUR. É este o valor que foi tomado como referência para os espaços de escritórios do complexo Ciudad de la Luz.

O relatório de 2009 utiliza a mesma metodologia. Na página 18 são enumeradas sete transações efetuadas entre abril de 2007 e dezembro de 2008. O valor médio das referidas operações é de 2 736,22 EUR/m^2. Assim, o relatório de 2009 contém provas concludentes de que a inflação do preço dos imóveis ultrapassava de longe os 33,5 % utilizados no relatório de 2000. Se compararmos ambos os relatórios, obtém-se uma inflação de 146,1 %, o que concorda perfeitamente com os relatórios do Ministério da Habitação: entre o primeiro trimestre de 2000 e o segundo trimestre de 2008 (período no qual se realizou a maioria das transações mencionadas no relatório de 2009), o preço da habitação na província de Alicante aumentou 152,1 %.

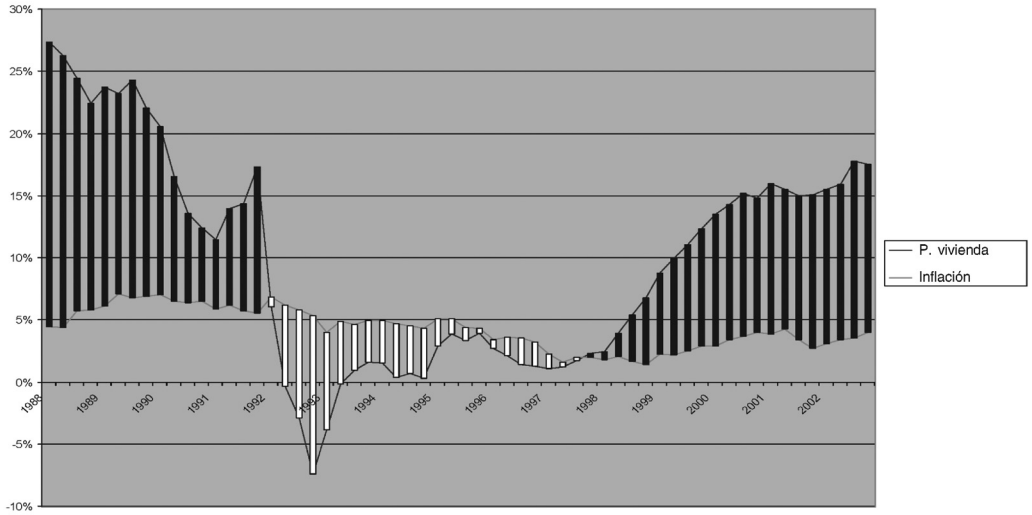
O facto de os dados que constam do relatório de 2009 terem sido deflacionados em 15 % para determinar os preços correntes não altera o panorama geral, atendendo às grandezas envolvidas.

Como nota à margem, queremos reiterar também que o facto de utilizar os preços de escritórios pequenos, localizados no centro de Alicante, a fim de estabelecer a referência para o complexo Ciudad de la Luz não faz qualquer sentido.

Convém ter em conta outros dois elementos. Em primeiro lugar, durante os períodos de auge do mercado imobiliário, o preço dos terrenos costuma crescer mais rapidamente que o preço final da habitação. Em qualquer caso, o índice de preços da habitação subestima a inflação do preço dos terrenos. Em segundo lugar, é provável que o preço médio dos terrenos nos municípios de maior dimensão não seja representativo dos preços dos terrenos numa localização como a da CDL. Além disso, a maior parte dos dados utilizados para chegar a esse preço médio provêm de terrenos situados em zonas urbanas ou nas suas proximidades imediatas (por exemplo, nas urbanizações suburbanas); a CDL está localizada fora da cidade, numa zona com poucos ou nenhuns edifícios residenciais.

Por último, a inflação do preço da habitação pode ser consultada no material utilizado nos cursos ministrados aos estudantes do segundo ano na Universidade Carlos III de Madrid, disponível em: http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ /ee/, Materiais, Tema I, diapositivo 67, que reproduzimos a seguir. Esta prova gráfica confirma uma vez mais que o preço da habitação aumentou a um ritmo muito superior ao do IPC.

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



Legenda da figura: «Gráfico 20. Crescimento nominal dos preços fa habitação e inflação. *Fonte*: Ministério do Fomento e INE.» *Fonte: La vivienda en España: desgravaciones, burbujas y otras historias,* José García Montalvo.

Em todos os relatórios, os argumentos esgrimidos para sustentar a afirmação de que os custos de urbanização são nulos são pouco sólidos, dado que é necessário assumir alguns custos adicionais.

Finalmente, no caso do complexo de escritórios (NNT), uma diferença de 35 % (2002) ou superior a 50 % (2000) entre os valores obtidos mediante os dois métodos de avaliação (o método residual dinâmico e o aumento do IPC) é indicativa da natureza fortemente especulativa do exercício.

4.1.b Relatórios referentes à avaliação do terreno destinado à construção de um complexo hoteleiro (parcela NNH)

Os relatórios de 2000 e 2002 referentes ao segundo terreno (NNH) apresentam as mesmas limitações (uso de um deflator inapropriado, inexistência de justificações para a não-aplicação dos métodos de avaliação estabelecidos na legislação espanhola, etc.). Como já mencionámos, nenhum destes relatórios está assinado nem carimbado.

Justifica-se, não obstante, fazer algumas observações adicionais. Os relatórios de 2000 e 2002 estabelecem preços de referência para os quartos de hotel com base em preços médios. No entanto, a fonte da informação não é referida, nem se sabe se esta se refere à província de Alicante (relatório de 2002) ou à Comunitat Valenciana no seu conjunto (relatório de 2000).

Os preços médios resultantes são de 44,95 EUR/noite no relatório de 2000 e de 47,65 EUR/noite no de 2002. Se bem que a fonte não seja indicada, estes valores parecem concordar com os anteriores.

No entanto, o relatório de 2009 inclui uma lista de seis hotéis bem localizados (todos eles de quatro ou cinco estrelas) para estabelecer um preço de referência. Tal preço foi fixado em 104 EUR/noite. Não se explica por que razão a metodologia utilizada para estabelecer os preços de referência é diferente da utilizada no caso dos relatórios de 2000 e 2002.

Convém ainda realçar que não é fácil entender os motivos pelos quais a análise se limita a hotéis de quatro e cinco estrelas. Há algum indício de que haja procura de hotéis desta categoria nos arredores de Alicante localizados nas imediações de uma autoestrada e de uma zona industrial?

Nesta mesma linha, é revelador o facto de se ter omitido o único hotel próximo do complexo CDL. Trata-se de um hotel da cadeia IBIS, com preços a partir de 49 EUR por noite *no verão de 2010* (http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml, consultado em 24 de fevereiro de 2010). Outra prova: apartamentos de luxo situados junto a um campo de golfe (e relativamente próximos da CDL) custavam 80 euros por noite em agosto de 2010 (estação alta, ver http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, consultado em 24 de fevereiro de 2010).

O relatório de 2009 relativo à parcela NNH contém também algumas afirmações surpreendentes. Inicialmente, é pelo menos curioso, e positivo, descobrir que o método de avaliação utilizado é conforme à lei (a p. 13 reza: «As referências metodológicas são, por um lado, os critérios enunciados na Orden Ministerial ECO 805/2003 relativa à avaliação de bens imóveis, bem como a Lei 6/1998, de 13 de abril, relativa à avaliação do solo, tratando-se de uma avaliação com vista ao estabelecimento de um valor à data atual»), para depois observar na página 25 que, afinal, o relatório de avaliação *não* cumpre os requisitos estabelecidos na Ordem Ministerial: «Em conformidade com o artigo 61, n.º 1, alínea b), da Orden ECO 805/2003, de março, sobre Normas de Avaliação de Bens Imóveis, faz-se constar que o presente Relatório de Avaliação não cumpre formalmente os requisitos referidos, posto a sua finalidade ser distinta do objeto de aplicação da mesma».

Além disso, é interessante assinalar que existe uma enorme diferença entre as estimativas do preço por metro quadrado para as duas parcelas (NNH e NNT). Mesmo admitindo que os usos previstos (escritórios em comparação com hotéis) podem justificar parcialmente a diferença, esta não deixa de ser assombrosa. No caso da parcela destinada à construção de hotéis, os valores oscilam entre 144,12 EUR/m^2 em 2000 e 188,35 EUR/m^2 em 2009. Para os espaços de escritórios, no entanto, as grandezas respetivas variam entre 491,64 euros/m^2 em 2000 e 800 euros/m^2 em 2009. Como explicar a grande diferença na evolução do preço (inflação) destas duas parcelas contíguas? Como é que se pode justificar este diferencial, superior a 300 %?

Devemos concluir que esta diferença se deve ao facto de a metodologia utilizada para a avaliação da parcela destinada à construção de hotéis estar mais próxima das normas previstas na lei? Ou deverá ela ser atribuída à maior transparência do preço de uma noite de hotel?

Alega-se também que os custos variáveis representam 50 % dos rendimentos (por exemplo, nas páginas 18 e 19 do relatório de 2009). De onde vem uma estimativa com margens tão amplas?

Os custos de edificação são calculados com base num módulo de preços de referência. Nos relatórios correspondentes a 2000 e 2002 são utilizados dados corretos, mas no caso do relatório de 2009 recorre-se aos dados de 2006. Porquê?

4.2. *Prémios de risco*

Observamos também que os relatórios reconhecem que o investimento em instalações hoteleiras apresenta um maior nível de risco que o investimento em espaços de escritórios (ver, por exemplo, as páginas 12 e 26 do relatório de 2000). As autoridades espanholas tinham previsto desde sempre a construção de um complexo hoteleiro.

Na mesma linha, o relatório assinala que a taxa de desconto ou atualização é dada pela fórmula seguinte (p. 16 do relatório de 2000):

i = Taxa livre de risco + prémio de risco

Nessa mesma página, um quadro mostra os prémios de risco mínimos que devem ser aplicados. Os prémios pertinentes vão além da rentabilidade *ex ante* esperada do investimento na Ciudad de la Luz.

Por último, o prémio de risco utilizado nos cálculos da página 21 do relatório de 2000 (10 %) é menor que o do quadro correspondente da página 16 (11 %).

4.3. *Avaliações credíveis*

Para obter uma avaliação credível dos terrenos, deveriam ter sido feitas avaliações por volta do ano 2000 de várias parcelas com características similares quanto ao tamanho e à localização (próximas do zona industrial de Aguas Amargas), destinadas a uso terciário ou uso hoteleiro.