II

(Acte fără caracter legislativ)

DECIZII

DECIZIA COMISIEI

din 8 mai 2012

privind ajutorul de stat SA.22668 [C 8/08 (ex NN 4/08)]

[notificat cu numărul C(2012) 3025]

(Numai textul în limba spaniolă este autentic)

(Text cu relevanță pentru SEE)

(2013/126/UE)

COMISIA EUROPEANĂ,

având în vedere Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene, în special articolul 108 alineatul (2) primul paragraf,

având în vedere Acordul privind Spațiul Economic European, în special articolul 62 alineatul (1) litera (a),

după ce părțile interesate au fost invitate să își prezinte observațiile în conformitate cu dispozițiile menționate anterior [1] și ținând seama de observațiile acestora,

întrucât:

I. PROCEDURĂ

(1) La 22 februarie 2007, Comisia a primit o plângere din partea reclamantului A [2] având ca obiect ajutorul de stat pe care Regiunea Valencia l-ar fi acordat studiourilor de film Ciudad de la Luz. La 15 martie 2007, reclamantul A a confirmat că plângerea sa poate fi transmisă autorităților spaniole.

(2) La 10 aprilie 2007, Comisia a transmis în integralitate autorităților spaniole plângerea în cauză, solicitând informații referitoare la presupusul ajutor. Comisia nu a fost notificată anterior cu privire la o măsură de sprijin pentru industria cinematografică din Valencia, prezentată în vederea aprobării unui ajutor de stat.

(3) După solicitarea unei amânări a datei-limită stabilite pentru 18 aprilie 2007 (acordată la 24 aprilie), autoritățile spaniole au răspuns solicitării de informații din partea Comisiei, la 15 iunie 2007.

(4) La 30 aprilie 2007, reclamantul A a prezentat linkuri către articolele publicate în revista *Variety*, care se presupune că reliefează subvențiile pentru producție cinematografică, oferite pentru filmarea în Valencia, și confirmă că Ciudad de la Luz atrăgea producții cinematografice cu bugete foarte mari [3].

(5) La 13 iulie 2007, Comisia a solicitat informații suplimentare din partea autorităților spaniole. După solicitarea unei prelungiri a datei-limită, la 18 iulie 2007 (acordată la 19 iulie), autoritățile spaniole au răspuns solicitării de informații din partea Comisiei, la 8 octombrie 2007.

(6) La 15 iulie 2007, Comisia a primit o plângere din partea reclamantului B [4]. După ce a obținut acordul reclamantului, Comisia a transmis plângerea autorităților spaniole, la 2 august 2007.

(7) Prin scrisoarea din 13 februarie 2008, Comisia a informat autoritățile spaniole că a decis să inițieze procedura prevăzută la articolul 108 alineatul (2) din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene cu privire la ajutor. Spania a răspuns la aceasta la 28 aprilie 2008.

(8) Decizia Comisiei de a iniția procedura a fost publicată în *Jurnalul Oficial al Uniunii Europene* [5]. Comisia a invitat părțile interesate să își prezinte observațiile cu privire la ajutor.

---

[1] JO C 134, 31.5.2008, p. 21.

[2] Reclamantul A este un studio de film european important. Acesta a solicitat să nu i se facă publică identitatea.

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

[4] Reclamantul B este un actor important din sectorul cinematografic european. A solicitat, de asemenea, să nu i se facă publică identitatea.

[5] A se vedea nota de subsol 1.

(9) Comisia a primit observații din partea părților interesate și le-a transmis Spaniei la 3 octombrie 2008. Observațiile autorităților spaniole au fost primite la 21 noiembrie 2008 și la 29 decembrie 2008.

(10) După reuniunea dintre Comisie și autoritățile spaniole din data de 11 februarie 2009, Spania a furnizat informații suplimentare la 30 martie 2009.

(11) Comisia a trimis Spaniei o nouă solicitare de informații, la 26 august 2009, la care autoritățile spaniole au răspuns la 20 octombrie 2009, furnizând informații suplimentare la 1 februarie 2010.

(12) La 24 mai 2011, Comisia a trimis o nouă solicitare de informații Spaniei, prin care informa Spania cu privire la numirea unui consultant economic independent, Ecorys. Spania a răspuns la 7 iunie 2011. Comisia a răspuns Spaniei la 22 iulie 2011.

(13) La 1 august 2011, Comisia a trimis Spaniei solicitarea sa finală de informații, inclusiv raportul întocmit de Ecorys. Spania și-a prezentat observațiile cu privire la raportul Ecorys la 3 octombrie 2011. Spania a furnizat date suplimentare cu privire la investiția publică în Ciudad de la Luz SAU, la 11 aprilie 2012.

II. **DESCRIERE DETALIATĂ**

(14) Ciudad de la Luz este un complex de studiouri de film important, situat în imediata apropiere a provinciei Alicante (Valencia). La 24 octombrie 2000, administrația regională a Valenciei (*Generalitat Valenciana*) a luat o primă decizie de a investi în proiectul Ciudad de la Luz.

(15) Ciudad de la Luz SA a fost înființată la 2 noiembrie 2000. Obiectivul său a fost de a desfășura activitățile necesare pentru promovarea, organizarea și gestionarea șantierului în vederea construirii complexului „Ciudad de la Luz", inclusiv construcția, gestionarea și operarea facilităților audiovizuale și cinematografice, precum și alte activități de recreere și cazare.

(16) 75 % din capitalul social inițial de 600 000 EUR al Ciudad de la Luz SA era deținut de *Parque Temático de Alicante SAU*, care a devenit ulterior *Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU* (SPTCV). SPTCV este o entitate publică ce desfășoară activități de investiții în numele administrației regionale a Valenciei. Restul procentului de 25 % a aparținut companiei private *Producciones Aguamarga SL*, care răspundea de efectuarea lucrărilor de construcții rămase, de promovarea Ciudad de la Luz și de administrarea studiourilor.

(17) În noiembrie 2001, capitalul social a fost majorat cu 9 milioane EUR. SPTCV a achiziționat totalitatea acțiunilor noi, ajungând să dețină o participație de 98,4 %. SPTCV și-a majorat participația ulterior, în februarie 2003 și în mai 2004, prin achiziții similare de capital social nou. În iulie 2004, compania *Producciones Aguamarga* și-a vândut participația de 0,2 % deținută la Ciudad de la Luz SA ([6]) către SPTCV (contra sumei de 139 059 EUR). Începând de la această dată, administrația regională a Valenciei a deținut 100 % din capitalul social al Ciudad de la Luz SAU prin intermediul SPTCV. Din acel moment, Ciudad de la Luz SAU a fost o întreprindere publică deținută în întregime de SPTCV și supusă dreptului public în ceea ce privește achizițiile și supravegherea financiară. Cu toate acestea, *Producciones Aguamarga* a continuat să gestioneze Ciudad de la Luz.

(18) În august 2005, complexul de studiouri cinematografice s-a deschis pentru filmare. Construcția acestuia a început în 2002, fiind proiectat să găzduiască cele mai mari producții cinematografice. Construirea a cuprins trei faze:

— faza 1 (finalizată): 6 platouri de filmare prevăzute cu sisteme de sunet și cu aer condiționat, cu o suprafață totală de 11 000 m^2, clădiri aferente producției cinematografice, 15 050 m^2 ateliere/depozite și două zone de filmare exterioare (platouri exterioare) cu o suprafață totală de 14 hectare;

— faza 2 (finalizată după inițierea investigării oficiale): facilități de catering, o clădire administrativă, un laborator post-producție și o a treia zonă pentru filmare a exterioarelor (platou exterior) cu o suprafață de 5 hectare și cu un rezervor de apă pentru filmare;

— faza 2B (lucrare neîncepută): un rezervor costier mare, adânc, de apă naturală;

— faza 3 (lucrare neîncepută): un platou de filmare cu o suprafață de 5 000 m^2 (proiectat să fie cel mai mare din lume), un alt platou exterior și patru studiouri de televiziune.

(19) Complexul de studiouri găzduiește, de asemenea, un centru universitar consacrat producției audiovizuale (cinematografie, TV, radio, internet) care oferă programe de masterat ce acoperă toate aspectele producției cinematografice (film artistic, comercializare tehnică, comunicații). Planurile inițiale din 2000 au inclus alte investiții suplimentare în centre comerciale, hoteluri și un complex

([6]) Prin transferul de capital efectuat la 7 octombrie 2004, Ciudad de la Luz SA a devenit Ciudad de la Luz SAU, societate anonimă cu asociat unic (*sociedad anónima unipersonal*), capitalul său fiind deținut în totalitate de SPTCV.

sportiv adiacent, care urmau să genereze fluxuri de numerar pozitive pentru proiect, dar care nu au fost dezvoltate până în prezent. Deși terenul necesar a fost pus la dispoziție de *Generalitat* în 2004, iar invitațiile la procedura de ofertare pentru exploatarea acestor întreprinderi sub forma unei concesionări au fost lansate în 2005, ofertele nu au fost suficient de atractive, astfel încât nu au fost efectuate investiții suplimentare.

(20) Anumite aspecte ale facilităților „de ultimă generație" ale Ciudad de la Luz au propulsat acest complex cinematografic într-o poziție privilegiată comparativ cu marile studiouri de film concurente – în număr redus – din Europa, în ceea ce privește capacitatea pentru producții cinematografice cu buget mare. De exemplu, în planurile inițiale privind Ciudad de la Luz, platoul de filmare cu o suprafață de 5 000 m^2 ar fi fost cel mai mare din lume ([7]). Comisia remarcă faptul că platourile de filmare de mari dimensiuni sunt relevante exclusiv pentru marile producții cinematografice.

(21) Până de curând, studioul a fost gestionat de *Aguamarga Gestión de Estudios SL*, care a acționat ca reprezentant al studioului de film, în schimbul unei remunerații stabilite printr-un contract multianual de gestionare încheiat cu acționarul.

Investițiile publice ale SPTCV și planurile de afaceri ale Ciudad de la Luz

(22) Înainte de a începe lucrările de construcții, în 1999-2000, fezabilitatea, domeniul de aplicare și orientările strategice ale dezvoltării Ciudad de la Luz au fost analizate de consultanții persoanei terțe în patru studii prezentate de Spania pe parcursul procedurii oficiale de investigare.

(23) Aceste studii au analizat perspectivele de creștere a numărului de producții cinematografice ([8]), au comparat locațiile alternative din Regiunea Valencia pentru construcția de studiouri de film ([9]) și au oferit o analiză preliminară ([10]) și un plan de afaceri ([11]) cu privire la un complex de studiouri de film. Ele nu au fost prezentate de autoritățile spaniole înainte de decizia Comisiei de a iniția procedura oficială de investigare privind ajutorul de stat în ceea ce privește proiectul. Datele din decizia de inițiere din 22 februarie 2008 au fost preluate dintr-un studiu (realizat de Consultia), cu privire la care autoritățile spaniole au informat Comisia că a fost realizat în 2002. Cu toate acestea, ulterior deciziei de inițiere, Spania a informat Comisia cu privire la faptul că acest studiu a fost realizat în 2004.

(24) Concluziile planului de afaceri pentru anul 2000 elaborat de Arthur Andersen ([12]) au fost pozitive, inclusiv perspectivele pe termen mediu și lung privind rentabilitatea. Fluxurile pozitive de numerar ale proiectului de studio cinematografic au fost documentate pentru o perioadă de cinci ani (2002-2006), după finalizarea construcției clădirilor studioului, a sălii de conferințe și a școlii de tehnici cinematografice și de televiziune.

(25) Costul construcției aferent acestor faze a fost estimat la 16,9 miliarde de pesete (101,7 milioane EUR). Nu a fost inclus costul terenului, iar din planul de afaceri rezulta că analiza costurilor ar putea varia cu ± 30 %. Pentru fazele ulterioare necesare pentru finalizarea proiectului nu au fost stabilite costurile.

(26) Pe baza acestui plan de afaceri, în perioada 2000-2004, SPTCV a efectuat ori a angajat investiții în Ciudad de la Luz prin majorări de capital social și terenuri, în valoare totală de 104 259 759 EUR. A se vedea detalii la considerentul 53.

(27) Întrucât construcția a durat cu doi ani mai mult decât se așteptă și planul de investiții a fost modificat pentru a fi majorat semnificativ, în 2004 Ciudad de la Luz/SPTCV au comandat firmei *Consultia* un studiu și un plan de afaceri noi ([13]). Concluziile studiului realizat de *Consultia* au fost, de asemenea, pozitive în ceea ce privește profitabilitatea proiectului, planul de afaceri conceput pentru perioada 2004-2014 indicând o cifră de afaceri pozitivă până în 2014 și pe termen mai lung în ceea ce privește investiția realizată de SPTCV.

(28) Acțiunile Ciudad de la Luz SA deținute de *Producciones Aguamarga SL* au fost cumpărate de SPTCV în iulie 2004, cu 139 059 EUR. Spre deosebire de SPTCV, *Producciones Aguamarga SL* nu a mai făcut nicio investiție în Ciudad de la Luz Sad după investiția sa inițială de 150 000 EUR din noiembrie 2000. Prin urmare, acțiunile Ciudad de la Luz SA deținute de *Producciones Aguamarga SL* au scăzut la 0,2 % până la data cumpărării acesteia de către SPTCV. Ulterior acestei tranzacții, societatea a fost deținută integral de stat și, de la acel moment, a devenit Ciudad de la Luz SAU.

([7]) Sursa: articolul „Let there be light" (*Să se facă lumină*), publicat în *Hollywood Reporter* la 31 octombrie 2006: http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371.

([8]) Anexa I la răspunsul din partea Spaniei din 28 aprilie 2008: „La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento" (*Estudios e Investigationes Audiovisuales* – ianuarie 1999).

([9]) Anexa IV la răspunsul din partea Spaniei din 28 aprilie 2008: „Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana – Executive Summary" (sinteză) (PriceWaterhouseCoopers – 30 ianuarie 2000).

([10]) Anexa II la răspunsul din partea Spaniei din 28 aprilie 2008: „Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana – Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto" (Arthur Andersen – nedatat).

([11]) Anexa III la răspunsul din partea Spaniei din 28 aprilie 2008: „Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana" (Arthur Andersen – nedatat).

([12]) A se vedea nota de subsol 10.

([13]) Anexa VI la răspunsul din partea Spaniei din 28 aprilie 2008: „Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004-2014" (Consultia IT – 7 mai 2004).

(29) În baza programului de lucru și a planului de afaceri modificate, SPTCV, în calitate de acționar unic, a acordat două împrumuturi participative, unul în valoare de 95 de milioane EUR, în 2005, și altul în valoare de 20 de milioane EUR, în 2007. La 31 decembrie 2010, situația contabilă a Ciudad de la Luz SAU, prezentată de autoritățile spaniole în aprilie 2012, arată că, în perioada 2008-2010, SPTCV a continuat să investească o sumă totală de 45 829 840 EUR în obligațiuni convertibile. Din situația contabilă rezultă, de asemenea, că SPTCV avea de încasat o dobândă pentru împrumuturile participative acordate în 2005 și 2007, în valoare totală de 7 222 160 EUR, pentru 2009 și 2010. În plus, până la 31 decembrie 2010 se acumulase o dobândă nerambursată aferentă obligațiunilor convertibile în valoare de 1 814 187 EUR. Prin urmare, investiția din fonduri publice realizată de SPTCV în Ciudad de la Luz, inclusiv dobânda care urma să fie plătită pentru împrumuturile acordate, totalizau 274 125 946 EUR până la finalul anului 2010.

Strategia comercială și rezultatele activității Ciudad de la Luz

(30) În planul de afaceri pentru anul 2000, Ciudad de la Luz urmărea să devină complexul de studiouri cinematografice cu cea mai mare capacitate din Europa după Pinewood și să atragă producții spaniole (cinematografie, TV și reclame), obiectiv la care se adăugau 16 producții cinematografice străine (Uniunea Europeană și Statele Unite) pe an. În planul de afaceri revizuit aferent anului 2004 s-a considerat că unul dintre obiectivele strategice ale Ciudad de la Luz ar trebui să fie realizarea de mari producții cinematografice și de televiziune pentru clienții săi principali.

(31) În planul de afaceri pentru anul 2004 au fost menționați drept principali concurenți internaționali ai Ciudad de la Luz studiourile mari din afara Statelor Unite, în special cele care au caracteristici similare cu Ciudad de la Luz, și anume, Pinewood-Shepperton (Regatul Unit), Cinecitta (Italia), Barrandov (Republica Cehă), Babelsberg (Germania), Cinecite Montreal & Lions Gate (Canada) și Warner Roadshow & Fox (Australia).

(32) În planul de afaceri inițial pentru anul 2000, tarifele avute în vedere pentru serviciile studioului (de exemplu, închiriere platou exterior, atelier) au fost preconizate în baza unei game de tarife aplicate de studiouri comparabile din Uniunea Europeană (adică, Shepperton și Elstree din Regatul Unit, Babelsberg, din Germania) Planul de afaceri revizuit pentru anul 2004 prezintă un model strategic de stabilire a prețurilor, cu referire la tarifele aplicate de studiourile cu reputație internațională, cu aproximativ 15-20 % mai mici decât în cazul liderilor recunoscuți (SUA și Pinewood din Regatul Unit), dar cu 50 %-100 % mai mari decât studiourile din UE (Barrandov din Republica Cehă și Babelsberg din Germania).

(33) În practică, obiectivele naționale și internaționale ale strategiei de afaceri a Ciudad de la Luz nu s-au concretizat. Din 33 de filme turnate în Ciudad de la Luz în perioada 2005-2009, 28 sunt producții spaniole și doar 5 sunt coproducții europene (Grecia, Franța). În afară de unele evenimente majore reprezentate de mari coproducții europene precum „Asterix la Jocurile Olimpice" și, cel mai recent, de o coproducție Statele Unite-Spania, în realitate filmele turnate la Ciudad de la Luz, de la deschiderea sa din august 2005, au fost eminamente producții naționale spaniole.

(34) În pofida perspectivelor prezentate în planul de afaceri pentru anul 2004, care stabilește anul 2010 ca primul an cu rezultate din exploatare pozitive (modeste), situația comercială a Ciudad de la Luz a continuat în tot acest timp să înregistreze pierderi. Până al sfârșitul anului 2010, pierderile suferite de Ciudad de la Luz se ridicau la valoarea totală de 84 de milioane EUR, comparativ cu profiturile totale de 12 milioane EUR obținute până la aceeași dată, cifră prevăzută de planul de afaceri pentru anul 2004. Comparativ cu studiourile sus-menționate, Ciudad de la Luz nu a reușit până acum să atragă volumul planificat de producții străine și, chiar și în cazul cererii la nivel național, rezultatele au fost sub așteptări. Pierderile din exploatare sunt, de asemenea, mai mari decât se preconiza.

Argumente pentru inițierea procedurii

(35) În 2007, Comisia a fost solicitată, printr-o plângere din partea reclamantului A, precum și o plângere ulterioară a reclamantului B, ambii fiind actori importanți din sectorul cinematografic din diverse state membre, să inițieze procedura de investigare. Plângerile fac referire la un presupus ajutor de stat ilegal în cadrul finanțării publice a Ciudad de la Luz și, în special, în cadrul sistemului de stimulente specifice sectorului cinematografic instituit de Ciudad de la Luz.

(36) După cum s-a menționat mai sus, la data la care Comisia a inițiat procedura oficială de investigare în februarie 2008, singurul temei pentru decizia de investiții care a fost furnizat de autoritățile spaniole a fost planul de afaceri întocmit de Consultia, care se presupune a fi fost realizat în 2002. În urma unei evaluări preliminare, Comisia a avut mari îndoieli că un investitor pe piață ar fi investit în aceleași condiții și la aceeași dimensiune ca administrația regională a Valenciei.

(37) În ceea ce privește eventuala compatibilitate a ajutorului, Comisia nu avea nicio informație în baza căreia să poată verifica dacă au fost îndeplinite condițiile prevăzute de orientările privind ajutoarele de stat regionale, aplicabile Regiunii Valencia la acel moment (2000-2004). Comisia a avut, de asemenea, îndoieli cu privire la faptul că se putea aplica excepția culturală la care se face referire la

articolul 107 alineatul (3) litera (d) din tratat, dat fiind faptul că Ciudad de la Luz nu promova cultura sau conservarea patrimoniului, și dacă putea fi utilizată pentru toate tipurile de lucrări audiovizuale, inclusiv reclame, cu atât mai mult cu cât Ciudad de la Luz concura cu alți operatori pentru a atrage producții comerciale.

(38) Comisia a remarcat, de asemenea, un eventual ajutor de stat în sistemul de stimulente pentru filmarea pe platourile Ciudad de la Luz și a identificat drept beneficiari pe producătorii de film relevanți. Stimulentele specifice sectorului cinematografic vizau activități specifice dintr-o anumită locație, pe baza unor criterii necunoscute și, astfel, nu rezulta că îndeplinesc normele prevăzute în Comunicarea Comisiei privind cinematografia.

III. OBSERVAȚII DIN PARTEA PĂRȚILOR INTERESATE

(39) Comisia a primit observații din partea a zece părți interesate. Patru dintre acestea sunt active în exploatarea unei întreprinderi cinematografice din statele membre, altele decât Spania (reclamantul A, reclamantul B, Barrandov Studio și Mediterranean Film Studios Limited); cinci sunt active în sectorul cinematografic spaniol (Federación de Asociaciones de Productores Audiovisuales Españoles – FAPAE, Associacio de directors de cinema valencians, Empreses audiovisuals valencianes federades – EAVf, asociația „Productors audiovisuals valencians" și Sociedad Proyectos Tematicos de la Comunidad Valenciana – SPTCV SAU); și una dintre părți era un organism național de finanțare a sectorului cinematografic și de politică în domeniul cinematografic (*UK Film Council* – Consiliul cinematografic din Regatul Unit).

Observații din partea studiourilor de film active

(40) În raportul său confidențial din 25 iunie 2008, reclamantul B își exprimă preocuparea cu privire la ajutorul prin intermediul căruia Ciudad de la Luz s-a dezvoltat și funcționează în prezent. El susține că măsurile luate de Comisie în inițierea procedurii sunt esențiale pentru compania sa și pentru sector.

(41) În raportul său confidențial din 30 iunie 2008, reclamantul A își limitează observațiile referitoare la investigația aprofundată la patru aspecte: (i) costurile de finanțare a studiourilor; (ii) abordarea referitoare la finanțarea unei „întreprinderi noi"; (iii) valoarea cesionării finale; și (iv) alte stimulente acordate de Ciudad de la Luz. În opinia sa, „un investitor privat ar considera chiar și un studiou cinematografic stabilit și care generează profit, ca fiind cel puțin o investiție de risc mediu. (…) Aceasta se bazează pe faptul că, deși studioul cinematiografic este garantat cu active (…), este posibil ca efectul de levier operațional să fie ridicat, ceea ce face dificilă întocmirea de previziuni cu privire la profit. O incertitudine suplimentară este introdusă de factori precum natura ciclică a sectorului producției cinematografice".

(42) Potrivit reclamantului A, un cost mediu ponderat al capitalului (WACC) de aproximativ 15 % ar putea fi adecvat pentru un studiou de film, deși „rentabilitatea preconizată de investitorii în capital privat ai [reclamantului A] era mai mare decât acesta". Un nou studiou de film ar fi considerat de către un investitor privat drept „un fond de risc mediu până la ridicat și, prin urmare, se așteaptă să obțină de la investiția randamente mai mari din punct de vedere material (chiar dacă ar fi acceptată o anumită întârziere a obținerii profitabilității). Având în vedere că, de obicei, există o capacitate redusă (dacă există) pentru întreprinderile noi de a face împrumuturi de la surse convenționale, WACC pentru o întreprindere nouă este mai mare, în general, ca urmare a necesității unei rentabilități crescute a capitalului propriu și a faptului că datoria nu are un cost mai mic."

(43) În ceea ce privește valoarea cesionării finale a Ciudad de la Luz menționată în decizia de inițiere, reclamantul A o consideră nerealistă. De asemenea, reclamantul A susține că un investitor privat ar considera nefiresc să se utilizeze un multiplu de câștiguri, înainte de o deducere a dobânzilor și a impozitelor de peste 12-15, drept substitut adecvat pentru evaluare.

(44) În final, în ceea ce privește stimulentele acordate pentru a atrage producții, reclamantul A susține că acestea par să fi subvenționat efectiv costurile de producție necesare pentru cooptarea de personal tehnic și auxiliar calificat, presupus a fi limitat în regiunea Valencia. Reclamantul A consideră că stimulentele au un efect negativ major asupra concurenței, dat fiind faptul că pentru studiouri ar fi și mai dificil să atragă producții cinematografice fără astfel de stimulente.

(45) În scrisoarea sa inițială din 25 iunie 2008, Studioul Barrandov a subliniat că presupusul ajutor denaturează piața relevantă și dezavantajează alți concurenți, solicitând o perioadă de timp suplimentară pentru a

prezenta observații ulterioare, având în vedere complexitatea cauzei. Observațiile respective au ajuns la Comisie la 15 septembrie 2008. Studioul Barrandov subscrie argumentelor plângerii formulate de reclamantul A și subliniază că dimensiunea și numărul de platouri de filmare indică faptul că Ciudad de la Luz se concentrează mai curând pe filmele americane cu buget mare, decât pe cele spaniole. Densitatea scăzută de profesioniști în domeniul filmului și infrastructura din Alicante, comparativ cu cea din Madrid sau Barcelona, nu reflectă o alegere logică a locației. În ceea ce privește strategia, un investitor într-un studiou de film ar împărți clientela acesteia în clienții locali, care asigură un venit stabil, și clienții străini, concentrați pe producții străine de mari dimensiuni. Ciudad de la Luz adoptă strategia opusă, bazată pe furnizarea de servicii de studiou la prețuri extrem de mici, fără să țină seama de costurile de instalare. Mai mult, având în vedere incertitudinea cauzată de dificultatea previzionării veniturilor după 3-5 ani de activitate în domeniu, un investitor privat ar fi pretins o rentabilitate mult mai rapidă. În opinia Barrandov, această afirmație este coroborată cu un plan de afaceri confidențial care ilustrează investiția sa recentă în studiouri noi, întocmit în baza presupunerii că vor exista câștiguri nete din al doilea an de funcționare și o perioadă de rambursare mai mică de 8 ani. Nici Barrandov nu are o explicație rațională pentru valoarea unui profit (341 de milioane EUR) preconizat de autoritățile spaniole până în 2014.

(46) În scrisoarea sa din 27 iunie 2008, compania *Mediterranean Film Studios Limited* își limitează observațiile la rezervoarele de apă anunțate de Ciudad de la Luz. Aceasta susține că rezervoarele de apă proprii sunt unice în Europa și sunt comparabile doar cu cele de la studiourile *Fox* din Baja, California (Mexic). Având în vedere rata scăzută de ocupare anuală a rezervoarelor lor, *Mediterranean Film Studios Limited* afirmă că, în opinia lor și a opiniei generalizate în cadrul sectorului, există deja suficientă capacitate în zona mediteraneeană sau în Europa pentru rezervoarele de apă pentru filmare.

Observațiile părților active în sectorul cinematografic spaniol

(47) În observațiile sale din 30 iunie 2008, *Federacion de asociaciones de productores audiovisuales espanoles* (FAPAE) consideră că Ciudad de la Luz a introdus o concurență mai mare pe piața marilor facilități de producție și că reclamanții nu își doresc decât să își mențină poziția pe piață și să împiedice intrarea concurenților care oferă servicii alternative credibile și la prețuri rezonabile pentru studiourile lor, care domină piața europeană. FAPAE susține, de asemenea, că astfel de studiouri precum Barrandov, Cinecittà, Babelsberg sau Mafilms și-au consolidat poziția și reputația pe piață printr-un sprijin public sub diverse forme, inclusiv prin participarea publică la capitalul social. În linii mai generale, FAPAE subliniază că menținerea diversității culturale justifică intervenția publică puternică în industria cinematografică. În special, se presupune că Ciudad de la Luz furnizează industriei cinematografice spaniole servicii sofisticate și de ultimă generație în Spania care, altminteri, ar trebui achiziționate din străinătate la costuri mult mai mari. Împotriva acuzației că Ciudad de la Luz vizează superproducții, FAPAE susține că Ciudad de la Luz beneficiază în mare parte de producții spaniole cu buget redus și că se concentrează pe cultura națională sau locală, contribuind astfel la obiectivele culturale prevăzute la fostul articol 87 alineatul (3) litera (d) [în prezent, articolul 107 alineatul (3) litera (d)]. Observațiile din 21 mai 2008 formulate de *Empreses audiovisuals valencianes federades* (EAVf) și cele din 16 mai 2008 ale asociației *Productors audiovisuals valencians* au avut un ecou sporit, uneori identic cu cel al observațiilor formulate de FAPAE.

(48) În observațiile sale din 5 iunie 2008, *Associaciò de directors de cinema valencians subliniază* că dominația industriei cinematografice din Statele Unite marginalizează producțiile europene printr-o varietate de presupuse practici abuzive. În opinia sa, este necesar să se adopte acțiuni corective pentru ca operele culturale europene să poată concura într-un mediu concurențial echitabil. Această asociație susține că intervenția publică în Ciudad de la Luz este esențială în această privință, fiind în beneficiul producției cinematografice europene, spaniole și valenciene și având rolul de a apăra identitățile lor lor culturale.

(49) Observațiile prezentate de *Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU* (deținătoare a 100 % din Ciudad de la Luz SAU, deținută la rândul său de *Comunitat Valenciana*) din 23 iunie 2008, reproduc în esență aceleași argumente subsidiare și se bazează pe dovezile prezentate de autoritățile spaniole. În observațiile lor, sunt puse în evidență câteva aspecte, și anume: în primul rând, faptul că un investitor privat a finanțat parțial proiectul în faza inițială și că, în anul 2000, s-a bazat pe studiile disponibile, a arătat că investiția făcută de autoritățile publice a urmat logica unui investitor privat. Ambele studii, din 2000 și 2004, au conchis, fără rezerve, faptul că proiectul a fost profitabil. În al doilea rând, stimulentele acordate pentru realizarea anumitor filme sunt justificate din punct de vedere comercial în cazul unei întreprinderi noi și au fost acordate sub forma unui „contract de sponsorizare" în schimbul unor activități de promovare care generează rentabilitate și contribuie la renumele studiourilor, în același timp atrăgând costuri de publicitate pentru beneficiari. Un studiu realizat în acest sens estimează rentabilitatea economică a contractelor de sponsorizare a studioului Ciudad de la Luz la […] (*) milioane EUR.

(*) În cele ce urmează, omisiunile care intră sub incidența obligației de confidențialitate sunt indicate prin […].

Observațiile organismelor naționale de finanțare a producțiilor cinematografice

(50) În scrisoarea sa din 25 iunie 2008, Consiliul pentru dezvoltarea și promovarea industriei cinematografice din Regatul Unit susține că, în acest caz, trebuie să se dea un răpuns în decizia de inițiere a procedurii oficiale de investigare.

IV. OBSERVAȚII DIN PARTEA SPANIEI

(51) După inițierea procedurii oficiale de investigare, autoritățile spaniole au evidențiat că decizia inițială de investiții s-a bazat pe un plan de afaceri întocmit în 2000, și nu pe cel prezentat anterior. Acest plan de afaceri a fost inclus într-un studiu realizat în 2004, și nu în 2002, astfel cum autoritățile spaniole informaseră anterior Comisia.

(52) Până la data studiului din 2004, în proiect se investiseră deja peste 90 de milioane EUR. În consecință, autoritățile spaniole susțin că au fost luate două decizii de investiții: una în 2000, pentru prima fază a proiectului și alta în 2004, pentru extinderea prevăzută.

(53) Programul de investiții în Ciudad de la Luz, după ultima actualizare a autorităților spaniole din aprilie 2012, era următorul:

Data	Descriere	Investiție publică\ (EUR)
24.10.2000	Regiunea Valencia decide să dezvolte Ciudad de la Luz	—
2.11.2000	Se înființează Ciudad de la Luz SA (75 % din capitalul social este deținut de Parque Temático de Alicante SAU, iar 25 %, deținut de Producciones Aguamarga SL)	450 000 [75 % din 600 000]
21.11.2001	Parque Temático de Alicante SAU investește unilateral într-o majorare de capital în valoare de 9 milioane EUR în Ciudad de la Luz SA (mărindu-și participația la 98,4 %)	9 000 000
6.2.2003	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU ([1]) investește unilateral într-o majorare de capital de 30 de milioane EUR în Ciudad de la Luz SA (mărindu-și participația la 99,6 %)	30 000 000
4.5.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU investește unilateral într-o majorare de capital de 54 870 660 EUR în Ciudad de la Luz SA (mărindu-și participația la 99,8 %)	54 870 660
23.7.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU cumpără cele 0,2 % acțiuni deținute la Ciudad de la Luz SA, deținută la rândul ei de Producciones Aguamarga SL (cu o valoare nominală de 150 000 EUR) în schimbul sumei de 139 059 EUR (mărindu-și participația la Ciudad de la Luz SA la 100 %)	139 059
9.3.2005	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU a cedat terenul pe care a fost construit Ciudad de la Luz SA, mărindu-și astfel capitalul propriu cu 9 800 040 EUR (chiar dacă terenul a fost evaluat la 1 030 856 EUR în conturile Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU). Anterior acestei date, proiectul a primit deja aprobarea din partea autorităților regionale din Valencia de a construi studiouri în acel loc.	9 800 040
Vara 2005	Ciudad de la Luz SA își începe activitățile ca studio de film	—
28.4.2005	Împrumut participativ în valoare de 95 de milioane EUR	95 000 000
26.12.2007	Împrumut participativ în valoare de 20 de milioane EUR	20 000 000
30.6.2008	Obligațiuni convertibile emise cu o opțiune de convertire a împrumutului în acțiuni înainte de 31 decembrie 2008	10 000 000

Data	Descriere	Investiție publică\ (EUR)
2.1.2009	Obligațiuni convertibile emise cu o opțiune de convertire a împrumutului în acțiuni înainte de 30 iunie 2009.	10 000 000
17.3.2009	Obligațiuni convertibile autorizate până la o valoare de 30 de milioane EUR, cu o opțiune de convertire a împrumutului în acțiuni înainte de 30 decembrie 2009.	25 829 840
31.12.2010	Dobândă neremunerată pentru împrumuturile participative acordate în 2009 și 2010	7 222 160
31.12.2010	Dobândă neremunerată pentru împrumuturile neconvertite acordate în 2009 și 2010	1 814 187
	Total	274 125 946

([1]) Cunoscută anterior sub numele de Sociedad Parque Temático de Alicante, SAU.

(54) Autoritățile spaniole și-au concentrat răspunsurile pe încercarea de a demonstra că investiția nu constituie un ajutor de stat, întrucât un investitor de pe piață ar fi investit în proiect în aceleași condiții (aplicându-se principiul investitorului în economia de piață). În susținerea acestei idei, autoritățile spaniole au prezentat rapoarte din partea consilierilor economici ai LECG pentru a susține aceasta.

(55) Deși Comisia a considerat că cel puțin o parte a investiției reprezenta un ajutor de stat, Spania a susținut că toate filmele turnate în Ciudad de la Luz au îndeplinit criteriile stimulentelor pentru producțiile cinematografice din Valencia, fiind aprobate de Comisie în aprilie 2008, decembrie 2008 și iulie 2009 ([14]). Potrivit Spaniei, excepția prevăzută la articolul 107 alineatul (3) litera (d) din TFUE poate fi aplicată ajutorului pentru investiții, în amontele sau în avalul producției cinematografice.

(56) Spania remarcă, de asemenea, faptul că orice ajutor conținut de finanțarea publică a Ciudad de la Luz și de măsurile de stimulare oferite pentru producția de filme ar trebui fie considerat din perspectiva efectelor de denaturare a concurenței produse de schemele naționale de sprijin autorizate de Comisie în alte state membre, ceea ce permite concurenților companiei Ciudad de la Luz să atragă mari producții cinematografice ([15]).

(57) Spania argumentează, de asemenea, faptul că orientările regionale privind ajutorul de stat aplicabile la acea dată (1998) ar fi permis o intensitate a ajutorului de 36 % pentru proiectul de investiții. De asemenea, ar fi îndeplinite condițiile suplimentare introduse mai târziu, în 2002, în Cadrul multisectorial pentru proiecte mari de investiții cu o cotă de piață mai mică de 25 % și o creștere a capacității pe piață de 5 %.

(58) Spania a prezentat un al doilea raport întocmit de LECG, care a criticat analiza planului de afaceri pentru anul 2004 realizată de către serviciile Comisiei. LECG a criticat analiza serviciilor Comisiei și a furnizat valori alternative ale datelor și ale factorilor de risc, precum și evaluări retrospective ale terenului pe care a fost construit Ciudad de la Luz.

(59) O a doua analiză economică a serviciilor Comisiei a examinat planul de afaceri pentru anul 2000 și evaluările retrospective ale terenului furnizate de Spania. În plus, o evaluare economică independentă a testului principiului investitorului în economia de piață a fost realizată de un consultant independent, la solicitarea Comisiei. Raportul independent a fost trimis autorităților spaniole la 30 septembrie 2011.

(60) Autoritățile spaniole și-au reiterat opinia conform căreia, la fel ca în observațiile lor asupra deciziei de inițiere, perspectivele de rentabilitate ale Ciudad de la Luz ar trebui evaluate comparativ cu cele ale principalilor săi concurenți din Uniunea Europeană în domeniul studiourilor de film (de exemplu, Babelsberg, Pinewood) și nu, așa cum face Ecorys ([16]), cu conglomerate audiovizuale diversificate din Statele Unite (de exemplu, Time Warner și Disney) ([17]). Autoritățile spaniole susțin că această analiză comparativă ar trebui să se bazeze pe informații publice (de exemplu, Bloomberg) existente la

([14]) Deciziile privind ajutorul de stat N379/07 (2.4.2008), N309/08 (15.12.2008) și N108/09 (30.7.2009).

([15]) Subvenția națională poate fi egală cu 24 % din costurile de producție, în Regatul Unit, și cu 20 %, în Germania. În revizuirea comunicării sale privind cinematografia, Comisia analizează competiția pentru subvenții între schemele naționale de sprijinire a producțiilor cinematografice menite să atragă investiții externe din partea marilor companii cinematografice.

([16]) Serviciile de consultanță economică ale Ecorys au întocmit un studiu independent cu privire la această cauză. A se vedea în detaliu secțiunea V.

([17]) Cu toate acestea, Ecorys a inclus și studiourile europene Babelsberg în analiza comparativă, la care s-au adăugat alte companii mondiale.

data adoptării deciziei de investiții (adică, 2000 și 2004, și nu 2008). În final, ele susțin, de asemenea, că o serie de neînțelegeri și deficiențe tehnice invalidează concluziile studiului Ecorys ([18]). Autoritățile spaniole au susținut că, dacă aceste deficiențe ar fi fost corectate și dacă s-ar fi efectuat o analiză comparativă adecvată raportată la concurenți, rentabilitatea perspectivelor deciziei de investiții adoptată în baza informațiilor disponibile la momentul respectiv ar fi fost conformă cu cerințele testului MEIP.

V. **EVALUAREA AJUTORULUI**

(61) În conformitate cu articolul 107 alineatul (1) din TFUE, „sunt incompatibile cu piața internă ajutoarele acordate de state sau prin intermediul resurselor de stat, sub orice formă, care denaturează sau amenință să denatureze concurența prin favorizarea anumitor întreprinderi sau a producerii anumitor bunuri, în măsura în care acestea afectează schimburile comerciale dintre statele membre". În concluzie, pentru a fi calificat drept ajutor de stat, măsura trebuie să îndeplinească următoarele condiții cumulative: 1. măsura trebuie acordată din resurse de stat; 2. trebuie să confere un avantaj economic întreprinderilor; 3. avantajul trebuie să fie selectiv și să denatureze sau să amenințe că denaturează concurența; 4. măsura trebuie să afecteze comerțul intracomunitar.

Avantaj economic:

(62) După cum am subliniat anterior, autoritățile spaniole au argumentat că măsura nu constituie un ajutor de stat, întrucât este este conformă cu principiul investitorului în economia de piață (*market economy investor principle* – MEIP). Acest principiu ia în calcul dacă un investitor pe piață ar fi investit în proiect în aceiași termeni și condiții ca investitorul public la momentul la care a fost luată decizia de a face o investiție publică. În această privință, ar fi fost oportun ca, inițial, să fi existat un investitor privat în proiect ([19]) și ca autoritățile spaniole să fi comandat mai multe studii care să conchidă că proiectul va genera un flux pozitiv de numerar (a se vedea considerentul 22).

(63) După cum s-a arătat la considerentul 17, în cazul Ciudad de la Luz, un investitor privat (societatea de administrare) deținea inițial 25 % din proiect (adică 150 000 EUR din capitalul inițial de 600 000 EUR). Totuși, acest investitor privat s-a retras înainte de a fi angajat alte fonduri (a fost exclus de SPTCV în 2004). Ulterior, niciun alt investitor privat nu a mai investit în proiect.

([18]) Studiu privind aplicarea principiului investitorului în economia de piață în cazul investiției publice în Ciudad de la Luz – raport final (Ecorys – 19 iulie 2011).

([19]) De exemplu, în cauza *Citynet Amsterdam*, Comisia a considerat că a fost îndeplinit testul privind investitorul privat în economia de piață, dat fiind faptul că investitorul public a investit în proiect respectând termeni comparabili cu cei ai investitorului privat. Decizia din 11 decembrie 2007, C 53/2006.

(64) Faptul că singurul investitor privat dispus să investească n-a angajat decât o sumă nesemnificativă, retrăgându-se însă în momentul în care a trebuia să angajeze cea mai mare parte a investiției poate fi considerat, *prima facie*, ca o dovadă a faptului că un investitor privat nu ar fi finalizat în bune condiții un astfel de proiect în condițiile existente la acel moment. Mai mult, situația acestui sector privat era aparte (prin urmare, nu era un investitor privat în sensul jurisprudenței), în măsura în care răspundea, de asemenea, de pornirea proiectului, de supravegherea lucrărilor de construcții și de gestionarea și promovarea studiourilor prin vărsarea unui comision de administrare. Aceasta înseamnă că investiția sa inițială ar putea fi rațională din alte motive decât simpla sa profitabilitate, dacă este luată în considerare în mod izolat.

(65) În absența oricărui acționar privat, autoritatea regională și-a bazat decizia de investiții pe rezultatele studiilor de consultanță. Cu toate acestea, simpla existență a unor astfel de studii nu este suficientă pentru îndeplinirea testului privind investitorul privat în economia de piață. Înainte de a angaja fonduri pe scara investițiilor în Ciudad de la Luz, se așteaptă ca un investitor privat să examineze în mod temeinic planul de afaceri și prezumțiile pe care se bazează aceste studii. Un investitor privat trebuie să aprecieze singur dacă prezumțiile specifice utilizate pentru a justifica planul de afaceri sunt adecvate în acest caz particular. Mai mult, de la un investitor privat se poate aștepta să compare rentabilitatea preconizată a proiectului Ciudad de la Luz cu rentabilitatea preconizată a unor proiecte alternative. O astfel de analiză nu a fost realizată la acea dată. În plus, nu a fost fezabilă nici măcar realizarea unei astfel de comparații pe baza fluxurilor pozitive de numerar estimate prevăzute în aceste studii.

(66) În contextul unei investigări privind ajutorul de stat, jurisprudența impune Comisiei să realizeze propria evaluare a faptelor ([20]). Prin urmare, este necesar să se aprecieze valabilitatea rapoartelor întocmite la momentul tranzacției.

(67) Ținând cont de rapoartele prezentate de autoritățile spaniole de la decizia de inițiere, se pare că au existat două decizii de investiții privind proiectul. Prima dintre acestea a fost în 2000, pe baza planului de afaceri realizat de *Arthur Andersen* în 2000 (acoperind investițiile

([20]) În cauza *Valmont*, Tribunalul a considerat că Comisia nu ar fi trebuit să se bazeze doar pe existența unei evaluări independente a expertului pentru a determina dacă o vânzare de teren a implicat acordarea unui ajutor de stat. Tribunalul a impus faptul că Comisia ar trebui să își verifice valoarea evidentă a ajutorului, lucru pe care și Tribunalul l-a făcut ulterior (cauza T-274/01). În cauzele Hamsa (cauza C-316/02) și Lenzing (cauza C-525/04), Curtea de Justiție a recunoscut că, deși Comisia dispune de o marjă de apreciere în ceea ce privește aspectele economice, instanța „trebuie să verifice exactitatea materială a elementelor de probă invocate, credibilitatea și coerența acestora …".

din perioada 2002-2006). În 2004, pentru a se evalua dacă era oportun să se aprobe investiții noi în cadrul proiectului, a fost comandat raportul *Consultia* (care viza investițiile efective realizate în perioada 2002-2004, precum și cele prevăzute pentru perioada 2004-2014). În aceste condiții va trebui să se aplice principiul investitorului privat în economia de piață în cazul ambelor decizii de investiții.

(68) Comisia a evaluat dacă un investitor privat ipotetic ar fi investit în proiectul de înființare a studiourilor cinematografice Ciudad de la Luz. În conformitate cu principiul investitorului în economia de piață, investiția realizată este considerată ca fiind ajutor de stat, în cazul în care compensația preconizată a fi primită de stat este mai mică decât cea solicitată de un investitor privat, în circumstanțele specifice proiectului respectiv.

(69) Pentru a finanța un proiect, investitorii trebuie să investească în capital. Acest capital are un cost, și anume costul capitalului. De regulă, există două surse mari de capital: capitalul propriu și capitalul împrumutat (financiar). Costul total al capitalului este costul mediu ponderat al capitalului (WACC), ținând cont de proporția capitalului propriu și de proporția capitalului împrumutat. Costul capitalului împrumutat și costul capitalului propriu sunt costuri preconizate și nu costuri istorice. În cazul special al Ciudad de la Luz, planul de afaceri a prevăzut ca proiectul să fie finanțat integral din capitaluri proprii. Prin urmare, costul total al capitalului este capitalul propriu.

(70) Un investitor în capital privat și-ar fi dorit să investească în Ciudad de la Luz dacă rata internă preconizată a rentabilității ([21]) ar fi fost mai mare sau egală cu costul de oportunitate al capitalului propriu ([22]) (și anume, rentabilitatea pe care ar fi obținut-o în cazul unui proiect similar).

(71) Comisia a evaluat modelul de stabilire a valorii activelor de capital, pentru a obține costul capitalului propriu. Costul capitalului propriu reflectă costul de oportunitate al investiției pentru acționari în societăți sau proiecte cu același risc financiar și de afaceri ca cel luat în considerare. Potrivit modelului de stabilire a valorilor activelor de capital (CAPM), costul capitalului propriu, K_e, ar trebui estimat prin următoarea formulă:

$$K_e = R_f + ß(R_m - R_f)$$

unde R_f este rata fără risc, $(R_m - R_f)$ este prima riscului de piață și ß este „Beta", o măsură a riscului sistematic (nediversificabil) asociat cu capitalul Ciudad de la Luz, care reflectă atât riscul financiar, cât și în afaceri.

(72) Pentru rata fără risc, R_f, practica de piață ([23]) sugerează să se considere rata pe termen lung a obligațiunii guvernamentale (în mod normal, pe 10 ani) din țara de operare (acestea sunt considerate investițiile cel mai puțin riscante). Rentabilitatea medie anuală a obligațiunilor guvernamentale pe 10 ani în Spania a fost de 4,1 % în 2004 ([24]). Pentru prima de risc a pieței, ar trebui să se considere prima de risc istorică a pieței pe o perioadă de timp rezonabil de lungă. Este o practică de piață obișnuită aceea de a considera diferența dintre rentabilitatea istorică a unui indice diversificat al capitalului propriu în țara în care sunt efectuate operațiunile și rata fără risc. Potrivit lui Fernández (2004) ([25]), prima istorică de risc a pieței pentru obligațiunile guvernamentale în Spania (în perioada 1991-2003) se situa între 6,8 % și 9,3 %. Comisia a adoptat o abordare conservatoare în estimarea primei de risc a pieței și a considerat limita inferioară a acestui interval, și anume, 6,8 %. O lucrare ulterioară și mai recentă a aceluiași autor ([26]) consolidează valabilitatea acestei valori, prin prezentarea primei de risc pentru acțiuni impuse în perioada 2000-2004 în intervalul de 6-7 %.

(73) Pentru a estima valoarea beta, Comisia a utilizat informații publice ale societăților care au fost identificate de autoritățile spaniole drept concurenți direcți ai Ciudad de la Luz, și anume, *Carrere Group* ([27]) și *Babelsberg*. Aceste cifre au fost raportate de analiștii financiari care au efectuat o analiză aprofundată a celor două societăți. Media celor două valori beta, ajustată pentru a se potrivi profilului de risc financiar al Ciudad de la Luz este o valoare de circa 1,5. Aceasta este o abordare

([21]) Prin definiție, rata internă de rentabilitate corespunde ratei de actualizare care face valoarea netă actuală a investiției să fie egală cu zero.

([22]) Brealey și Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*, ediția a șasea (capitolul 5, p. 100)

([23]) A se vedea, de exemplu, Brealey și Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*, ediția a șasea (capitolul 8).

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

([25]) Pablo Fernández 2004, *Market risk premium: required, historical and expected*, Document de lucru al Școlii de afaceri IESE.

([26]) Pablo Fernández (2009), *The equity premium in 150 textbooks*, document de lucru al IESE Business School.

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

conservatoare, având în vedere că este posibil ca investiția în Ciudad de la Luz să implice un grad mai mare de risc idiosincratic decât celelalte două studiouri stabilite. Ciudad de la Luz este o investiție începută de la zero într-o regiune care nu găzduiește nici producători de film spanioli, nici internaționali. Cu alte cuvinte, valoarea beta a Ciudad de la Luz este probabil mai mare decât cea a concurenților săi.

(74) Aplicând formula de mai sus (a se vedea considerentul 71), Comisia a obținut că costul preconizat al capitalului propriu ar trebui să fie de aproximativ 14,9 %.

(75) Prin comparație, după cum s-a arătat în anexa I, Spania a afirmat că aplicarea modelului CAPM ar indica faptul că un investitor privat „ar impune" o primă de risc, și nu o rentabilitate de 3,75 %, în 2000, și de 2,07 %, în 2004". Acest calcul se bazează pe o valoare beta ß = 0,395. O valoare beta egală cu 1 reprezintă portofoliul tuturor acțiunilor, prin urmare, acțiunea „medie". O valoare beta semnificativ mai mică decât 1 ar implica, prin urmare, o investiție specială cu risc scăzut. Spania nu a confirmat această prezumție și nu a susținut-o cu date concrete sau verificabile.

(76) După cum a fost menționat anterior (a se vedea considerentul 70), un investitor privat ar investi într-un proiect doar dacă are o rată internă de rentabilitate mai mare decât costul de oportunitate al capitalului. Comisia remarcă faptul că planul de afaceri pentru anul 2000 a evaluat în detaliu doar fazele inițiale ale proiectului. Analiza Comisiei (a se vedea anexa II) a ajuns la o valoare actualizată netă negativă, în baza planului de afaceri pentru anul 2000 și considerând fluxurile de numerar prezentate în planul de afaceri la valoarea nominală. Pe această bază, un investitor privat nu ar fi investit în proiect.

(77) La stabilirea ratei interne de rentabilitate, Comisia adoptă din nou o abordare conservatoare prin neexaminarea prezumțiilor planului de afaceri, în special, a fluxurilor de numerar previzionate pentru proiectul propus. Cu toate acestea, ar trebui notat faptul că fluxurile de numerar previzionate în planurile de afaceri pentru anul 2004 par a fi optimiste în mod nejustificat, având în vedere în special pierderile suportate de societate în perioada 2002-2004. ([28]) Ținând cont de informațiile de care dispune Comisia, se poate considera că fluxurile de numerar preconizate prezentate în planul de afaceri pentru anul 2004 au reprezentat o limită superioară ([29]). Fluxurile de numerar determină rentabilitatea sa preconizată. Comisia apreciază după valoarea nominală și rentabilitatea preconizată a Ciudad de la Luz. Cu toate acestea, ea calibrează costul capitalului în creștere. Acest lucru trebuie făcut de orice investitor privat rațional.

(78) Potrivit planului de afaceri propus de Ciudad de la Luz, rata internă de rentabilitate a acestui proiect este de 5,74 % (a se vedea anexa I). Un investitor privat în Ciudad de la Luz, care se confruntă cu un cost de oportunitate al capitalului de cel puțin 14 % (după cum a fost calculate mai sus, a se vedea considerentul 73) nu ar face această investiție, având în vedere că rata sa internă de rentabilitate este mai mică decât costul de oportunitate al capitalului.

(79) În plus, Comisia a calculat valoarea actualizată netă (VAN) a investiției în Ciudad de la Luz pentru a stabili măsura în care proiectul va fi profitabil pentru investitorul privat. Obiectivul oricărei decizii de investiții este de a găsi active reale care valorează mult mai mult decât costă, cu alte cuvinte, investiții care au o rentabilitate preconizată mai mare decât costul de oportunitate al capitalului. Dacă nu se aplică, în ceea ce privește Ciudad de la Luz, valoarea proiectului este negativă și, în consecință, pentru orice investitor privat rațional, investiția nu este viabilă. VAN a oricărui proiect cuantifică valoarea investiției la momentul luării unei decizii și este calculată prin deducerea fluxurilor de numerar preconizate în planul de afaceri, utilizând un factor de actualizare, care este costul capitalului. În mod intuitiv, cu cât este mai mare costul capitalului, cu atât este mai mică VAN.

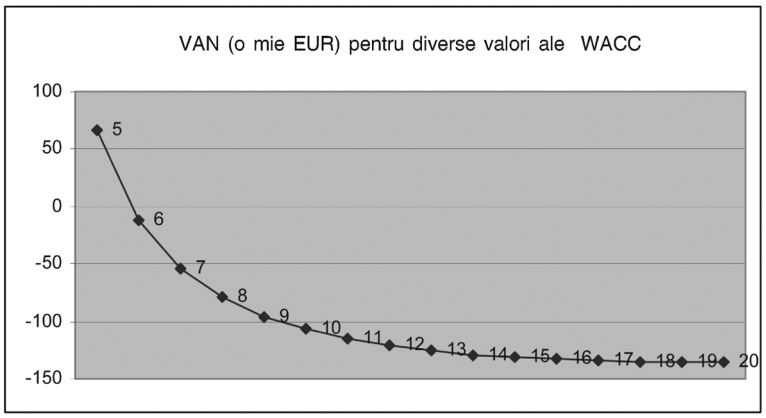
(80) Pentru Ciudad de la Luz, utilizând costul de oportunitate al capitalului de 14 % și fluxurile de numerar prevăzute în planul de afaceri din 2004 elaborat de Consultia (care sunt apreciate la valoarea nominală de către Comisie,

([28]) Sursa: raportul societății ORBIS.

([29]) Raportul independent al Ecorys continuă cu analiza prezumțiilor planului de afaceri și criticarea unora dintre acestea. De exemplu, se arată că „alegerea locului nu pare a fi evidentă din punct de vedere strategic, dat fiind faptul că nu a fost identificată nicio sinergie cu industria cinematografică înconjurătoare și există alte regiuni din Spania cu locuri geografice similare în apropierea grupului existent din industria cinematografică" (p. 30). În plus, „observă în această privință că, în special în primii ani de funcționare a studioului și a școlii, nu vor exista resurse umane în plan local, formate și licențiate. Prin urmare, un investitor privat prudent ar fi preferat probabil un alt loc pentru a construi un studio cinematografic similar" (p. 31). În ceea ce privește investiția din 2004, se arată că „se poate pune întrebarea dacă un investitor privat ar alege să construiască de la zero un studio cinematografic într-o zonă în care nu va fi disponibilă nicio resursă umană adecvată în primii ani de funcționare a studioului și a școlii" (p. 39).

astfel cum se arată la considerentul 76), VAN a investiției este de aproximativ 130 de milioane EUR (a se vedea anexa). În consecință, oportunitatea investiției nu are sens pentru un investitor privat.

(81) Comisia a realizat, de asemenea, o verificare a fiabilității, care să indice că rezultatul este foarte sigur. Mai sus de un prag rezonabil, rezultatul este foarte puțin sensibil la valoarea costului de oportunitate al capitalului, astfel cum a fost estimat de Comisie. Cu alte cuvinte, modificările semnificative ale parametrilor calibrați de către Comisie în calcularea costului capitalului nu modifică rezultatul. Graficul de mai jos schițează valorile aproximative ale VAN comparativ cu diverse valori ale costului capitalului (WACC) de la 5 %, la 20 %. Graficul ilustrează că VAN devine negativă pentru un WACC între 5 % și 6 %. Prin urmare, în cazul în care costul capitalului este mai mare de 6 %, un investitor privat nu ar prelua proiectul. Mai mult, dacă valorile WACC sunt mai mari de 10 %, valoarea VAN nu este afectată. Comisia a estimat un WACC de aproximativ 14 %, prin urmare, într-un interval în care se poate concluziona, cu un nivel sporit de încredere, că proiectul nu este profitabil.



(82) Ca răspuns la evaluarea Comisiei, pe baza unui raport de consultanță ([30]), autoritățile spaniole au apreciat că evaluarea efectuată de Comisie era eronată. În primul rând, chiar dacă se accepta că analiza CAPM ca atare constituia o abordare corectă, raportul de consultanță punea la îndoială valorile parametrilor utilizați de Comisie. În special, prima pe capitaluri proprii și „valorile beta" ar trebui să fie mai mici. În al doilea rând, pentru a stabili criteriul de referință relevant, Comisia nu ar fi trebuit să utilizeze doar planul de afaceri al *Consultia IT*, ci și planul de afaceri pentru anul 2000 elaborat de Arthur Andersen. În al treilea rând, Comisia nu a utilizat indicii financiari adecvați pentru a estima profitabilitatea preconizată a proiectului Ciudad de la Luz. În final, Comisia nu a luat în considerare veniturile previzibile rezultate ca urmare a dezvoltării de hoteluri și de spații de birouri.

(83) Comisia a respins aceste argumente. În ceea ce privește prima pentru capitaluri proprii, anexa II explică cu un anumit grad de detaliere motivele pentru care valorile din intervalul propus de Spania nu pot fi valabile. Cel mai important, valorile propuse pentru primă au fost valorile estimate pentru 2009, care nu corespundeau valorilor aplicabile în 2000 și 2004. Rezultă cu claritate că pentru estimarea CAPM trebuie să se utilizeze valori din aceeași perioadă cu luarea deciziei de afaceri. De fapt, autorul citat de autoritățile spaniole prevede estimări pentru perioada relevantă care corespund evaluării efectuate de Comisie. Anexa II explică, de asemenea, motivul pentru care solicitarea autorităților spaniole de a se utiliza valori „beta" mai mici este eronat. Comisia utilizează valori ale unor studii publice care au calculat valorile beta pentru concurenții apropiați ai Ciudad de la Luz. Propunerea autorităților spaniole de a se utiliza valori beta istorice este respinsă de experții financiari.

(84) În răspunsul la cererea autorităților spaniole de a considera planul de afaceri pentru anul 2000, anexa II prevede un astfel de calcul. După cum se poate observa, ca urmare a unei prime de risc mai mari și a unei rate fără risc mai mari, WACC ar fi chiar mai mare decât în 2004. De asemenea, acest calcul conduce la o VAN negativă. În final, în ceea ce privește posibilele venituri provenite de la hoteluri și spații de birouri, afirmațiile făcute de autoritățile spaniole s-au bazat pe dovezi noi, și anume, șase rapoarte de evaluare a terenului, elaborate ulterior. La acel moment, aceste dovezi nu au făcut parte din informațiile disponibile potențialilor investitori. Deși raportul Andersen menționează posibilitatea dezvoltării unui complex hotelier, acesta nu conține informații cu privire la profitabilitatea previzibilă și nu există un plan de afaceri referitor la amenajarea terenului. Cu toate acestea, anexa II analizează cu atenție rapoartele *ex post* propuse cu privire la amenajarea terenurilor. Acestea conțin nereguli grave. De pildă, prețurile de referință propuse pentru spațiul de birouri din complexul Ciudad

([30]) Trimitere la al doilea raport al LECG.

de la Luz sunt prețurile aferente celor mai renumite străzi comerciale din Alicante. Având în vedere că Ciudad de la Luz este un complex aflat în afara orașului Alicante și în apropierea unui complex industrial, aceste prețuri de referință au fost mărite în mod exagerat. În mod similar, prețurile de referință pentru hoteluri se bazează pe prețurile hotelurilor de 4 și 5 stele. Nu este oferită niciun indiciu din care să rezulte că ar exista o cerere suficientă pentru aceste hoteluri situate în afara orașului Alicante (și amplasate în apropierea unei autostrăzi și a unui complex industrial).

(85) În afară de evaluarea internă proprie, Comisia a comandat și un studiu independent care să analizeze dacă un investitor privat ar fi făcut o astfel de investiție în Ciudad de la Luz în aceleași condiții ([31]). Raportul Ecorys ia în considerare diverse scenarii care estimează costul capitalului propriu între 12,5 % și 21,4 %, pentru investiția din 2000, și între 10,9 % și 15,9 %, pentru investiția ulterioară din 2004. Astfel, rezultatul studiului Comisiei se încadrează în intervalul calculat de Ecorys. Prin comparație, rata internă de rentabilitate calculată pe baza planului de afaceri este mult sub costul minim al capitalului propriu, astfel cum a fost estimat de Ecorys.

(86) Prin urmare, concluzia generală a Ecorys este aceea că nu pare posibil ca investițiile făcute în 2000 și 2004 să fi fost conforme cu comportamentul unui investitor privat prudent într-o economie de piață. În ceea ce privește planul de investiții pentru anul 2000, Ecorys constată că prin reconstituirea activității de afaceri rezultă o VAN negativă de 9,3 miliarde PTA. Investirea în piața de valori ar fi o investiție mult mai interesantă pentru un investitor pe piață prudent. În ceea ce privește investiția din 2004, Ecorys conchide că, cel mai probabil, „*un investitor pe piață prudent nu ar fi decis să finalizeze un proiect CDL integral, ci ar fi preferat să exploateze cele șase platouri în care deja se investise ori să abandoneze proiectul și să suporte pierderile*” ([32]). În final, Ecorys consideră că un creditor privat nu ar fi acordat un împrumut participativ sau orice alt credit în sprijinul proiectului, având în vedere că fluxul de numerar al proiectului era insuficient pentru a face față rambursării datoriei.

(87) Prin urmare, în raport se conchide că niciuna dintre investițiile făcute în Ciudad de la Luz între 2000 și 2004, și nici cele făcute ulterior nu îndeplinesc principiul investitorului în economia de piață și, prin urmare, constituie un avantaj în favoarea companiei Ciudad de la Luz. Întrucât testul privind principiul investitorului privat în economia de piață a eșuat, rezultă că un investitor în economia de piață nu ar fi investit în proiect în anul 2000 și nici nu ar fi investit ulterior în proiectul respectiv, având în vedere planul de afaceri pentru anul 2004.

(88) În consecință, Comisia consideră că avantajul economic este reprezentat de valoarea totală a investiției. Împrumuturile acordate companiei Ciudad de la Luz de către SPTCV au fost împrumuturi subordonate, ceea ce înseamnă că au fost tratate în bilanț ca ceva similar capitalului propriu. După cum a menționat deja Comisia în decizia de inițiere, dobânda la împrumuturi a fost calculată cu o rată fixă și cu o rată variabilă. Rata părții fixe a fost foarte scăzută și nu ar fi acceptabilă pentru un creditor în economia de piață. Rata fixă neobișnuit de scăzută a împrumutului ar putea fi compensată, în principiu, din perspectiva unei remunerări adecvate a împrumutului participativ, grație părții variabile asociate cu profitabilitatea proiectului, însă acesta nu este și cazul proiectului analizat (a se vedea argumentele de mai sus cu privire la principiul investitorului în economia de piață). Mai mult, niciun cost financiar nu a fost inclus în profitul preconizat și declarația prezentată Comisiei de către autoritățile spaniole pentru perioada 2002-2014. În final, în teorie, împrumuturile urmau să fie rambursate în aprilie 2015, mai exact, după data încheierii proiectului (și, eventual, desfacerea sa), planificat pentru 2014, fapt pe care creditorul în economia de piață nu l-ar fi acceptat. În răspunsul lor din data de 20 aprilie 2009 la decizia de inițiere, autoritățile spaniole au explicat că, din punct de vedere economic, aceste împrumuturi ar trebui considerate drept injecție de capital, dat fiind faptul că creditorul și acționarul sunt aceiași (adică, SPTCV). Într-adevăr, deoarece niciunul dintre împrumuturile acordate în 2005, 2007, 2008 și 2009 nu a fost rambursat (chiar și parțial) și beneficiarul nu a plătit nicio dobândă pentru aceste împrumuturi, trebuie considerate *de facto* drept investiții în capitalul propriu. Potrivit informațiilor furnizate de autoritățile spaniole din aprilie 2012, acestea au fost în valoare de 265 089 599 EUR până la finalul anului 2010 ([33]).

Selectivitate

(89) Ajutorul este, de asemenea, selectiv, dat fiind faptul că beneficiile rezultate în urma sprijinului conferă un avantaj exclusiv întreprinderilor active în sector și, de fapt, doar unora dintre acestea.

Resurse de stat

(90) Comisia remarcă faptul că *Generalitat Valenciana* a finanțat investiția prin intermediul instrumentului său de investiții

([31]) Ecorys, „Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz” (*Studiu privind aplicarea principiului investitorului în economia de piață în cazul investiției publice în Ciudad de la Luz*), 19 iulie 2011.

([32]) Paginile 30 și 39 ale raportului Ecorys.

([33]) Astfel cum este stabilit la considerentele 29 și 53. Având în vedere că împrumuturile sunt considerate investiții în capitalul propriu, dobânzile negative nu sunt luate în considerare.

deținut integral, și anume SPTCV, și că studiile care au condus la investiția publică în Ciudad de la Luz au fost realizate pentru *Generalitat Valenciana*. Prin urmare, aceste alocări pot fi considerate resurse de stat.

Denaturarea concurenței

(91) Atunci când ajutorul de stat consolidează poziția unei întreprinderi comparativ cu poziția altor întreprinderi concurente, cele din urmă trebuie să fie considerate ca fiind afectate de ajutorul respectiv. Sprijinul consolidează poziția Ciudad de la Luz comparativ cu poziția altor întreprinderi concurente, permițându-i să intre pe piața studiourilor de film. Concurența între întreprinderile care beneficiază de pe urma măsurii și cele care nu beneficiază este denaturată. Chiar și presupunând că producțiile cinematografice din alte state membre în care se află alte studiouri de film primesc subvenții, acesta nu este un argument relevant pentru a nega existența unei denaturări a concurenței. Nu se poate ca o măsură să nu fie calificată drept ajutor de stat doar pentru faptul că alte state membre să fi adoptat propriile măsuri cu efect de denaturare a pieței. Nu poate avea loc o astfel de „echilibrare" atunci când se evaluează condițiile privind denaturarea concurenței.

Efectul asupra comerțului

(92) În final, Comisia consideră că măsura în cauză afectează schimburile comerciale între statele membre. Studiourile cinematografice își comercializează facilitățile la nivel internațional. Producătorii de film negociază cu regularitate prețurile și condițiile cu o serie de studiouri de film din diferite state membre. Comisia a aprobat scheme de ajutor pentru Spania și pentru alte state membre, în sprijinul producției de lucrări audiovizuale și, prin urmare, încurajează în mod indirect utilizarea de facilități tehnice naționale, inclusiv studiouri de film. Cu toate acestea, cel de al patrulea criteriu menționat în Comunicarea Comisiei din 2001 exclude ajutorul suplimentar pentru activități de producție specifice, inclusiv utilizarea de studiouri de film.

Concluzie

(93) Având în vedere cele de mai sus, Comisia consideră că proiectul oferă un avantaj economic selectiv complexului Ciudad de la Luz. Proiectul este finanțat din fonduri publice, denaturează concurența și afectează schimburile comerciale între statele membre. Prin urmare, Comisia consideră că măsura notificată reprezintă un ajutor de stat în sensul articolului 107 alineatul (1) din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene.

Compatibilitate

(94) Comisia trebuie să asigure în primul rând că ajutorul nu contravine dispozițiilor din TFUE, în alte domenii decât ajutorul de stat. În acest caz, evaluarea Comisiei nu afectează nicio constatare ulterioară în ceea ce privește compatibilitatea cu legislația europeană privind achizițiile publice. Ajutorul nu conține niciun alt element care ar putea crea probleme în ceea ce privește principiul legalității generale a ajutorului.

(95) După cum a fost menționat în decizia de inițiere, ca argument subsidiar în situația în care Comisia consideră că măsurile în cauză constituie ajutor de stat, autoritățile spaniole au susținut că aceste măsuri de ajutor ar fi compatibile cu articolul 107 alineatul (3), dat fiind faptul că reprezintă ajutor regional și ajutor pentru promovarea culturii.

Ajutorul regional

(96) Ajutorul regional pentru construcția Ciudad de la Luz poate fi justificat prin argumentul conform căruia investiția este realizată într-o zonă asistată. Autoritățile spaniole au sugerat că o intensitate de 36 % a ajutorului ar fi permisă de normele regionale privind ajutorul de stat aplicabile la momentul deciziei inițiale de investiții din perioada 2000-2006.

(97) Având în vedere că acest ajutor nu a fost notificat, se aplică Orientările privind ajutorul regional pentru 2000-2006 ([34]). Punctul 4.2 din orientări prevede că: „Pentru a asigura că investiția productivă este viabilă și sigură, contribuția beneficiarului la finanțarea sa trebuie să fie de cel puțin 25 %." Nota de subsol 20 din orientări clarifică faptul că o contribuție minimă de 25 % nu trebuie să conțină niciun ajutor. Deși a existat un investitor privat pentru 25 % din capitalul social inițial de 600 000 EUR, acest investitor privat a fost societatea de administrare a proiectului, în schimbul unui comision, și nu a făcut nicio investiție ulterioară în proiect pentru a se adapta majorității investiției publice în proiect. Prin urmare, această primă investiție nu poate fi considerată separat de investiția publică, dat fiind faptul că nu este o investiție independentă. Mai mult, investitorul privat a fost cumpărat de SPTCV în iulie 2004, moment în care participația sa a scăzut la 0,2 %.

(98) Autoritățile spaniole au afirmat că 25 % din investiția realizată chiar de SPTCV poate fi considerată drept contribuția beneficiarului. Comisia consideră că o astfel de abordare, în care 25 % din investiție este acoperită de un organism de stat care nu se comportă ca un investitor privat (a se vedea mai sus secțiunea V, subsecțiunea „avantaj economic"), în timp ce restul de 75 % din investiție este asigurat tot din resurse de stat, nu poate să garanteze că investiția productivă asistată este viabilă și sigură.

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

(99) Având în vedere că investiția în Ciudad de la Luz a fost finanțată integral din fonduri publice de la SPTCV, această condiție nu este îndeplinită.

Ajutorul sectorial acordat sectorului audiovizual

(100) În anumite condiții, Comisia a autorizat acordarea de ajutor sectorului audiovizual, în temeiul articolului 107 alineatul (3) litera (c), ținând cont de obiectivele culturale prevăzute în articolul 167 din TFUE. Excepția culturală poate fi utilizată în coroborare cu alte baze legale privind compatibilitatea, de exemplu ajutorul acordat anumitor activități economice în temeiul articolului 107 alineatul (3) litera (c) ([35]). Deși nu a fost propusă de autoritățile spaniole, baza legală respectivă este avută în vedere în ceea ce urmează din perspectiva observațiilor formulate de alte părți.

(101) Evaluarea întemeiată pe articolul 107 alineatul (3) litera (c) din TFUE se realizează printr-un test în trei etape care compară beneficiile și efectele negative ale măsurii în cauză.

(102) La aplicarea acestui test de echilibrare, Comisia evaluează următoarele aspecte:

(a) măsura de ajutor vizează un obiectiv bine definit de interes comun (prin urmare, ajutorul propus vizează remedierea unui eșec al pieței sau un alt obiectiv)?

(b) ajutorul este bine conceput, în așa fel încât să îndeplinească obiectivul de interes comun? În special:

(i) măsura de ajutor este un instrument adecvat, cu alte cuvinte există alte instrumente mai adecvate?

(ii) există un efect de stimulare, prin urmare, ajutorul produce o modificare a comportamentului firmelor?

(iii) măsura de ajutor este proporțională, adică aceeași modificare de comportament poate fi obținută prin intermediul unui ajutor de o intensitate inferioară?

(c) denaturarea concurenței și efectul asupra comerțului sunt limitate, astfel încât bilanțul general să fie pozitiv?

Obiectivul măsurii

(103) Se consideră că există un „eșec al pieței" dacă rezultatul pieței nu produce o bunăstare socială optimă. Un rezultat ineficient al pieței poate apărea în cazul unor așa-numite bunuri publice sau bunuri de interes general ([36]). Aceste bunuri generează efecte externe pozitive atunci când beneficiul social este mai mare decât beneficiile private. Prin urmare, cantitatea furnizată este sub cea optimă – fapt ce ar putea justifica, în schimb, intervenția publică (și, eventual, subvențiile publice).

(104) În UE există o piață comercială foarte competitivă, cu o serie de studiouri de film de mari dimensiuni. În plus, pentru producțiile cinematografice mari, studiourile europene de film se confruntă cu o concurență semnificativă din partea studiourilor din afara UE. Prin urmare, dovada *prima facie* nu susține un eșec al pieței pe baza unei furnizări insuficiente și a unor costuri de intrare ridicate. În răspunsul lor la decizia de inițiere, realizatorii de film spanioli susțin că piața spaniolă nu dispunea de servicii similare de înaltă calitate înainte de construcția complexului Ciudad la Luz. În special, realizatorii de film valencieni au subliniat că, accesul la un studio de film local, le-ar permite să își reducă costul de producție (costuri de transport mai mici, proximitatea cu alte servicii care sunt necesare pentru producția cinematografică etc.).

(105) Cu toate acestea, faptul că producătorii de film ar beneficia de Ciudad de la Luz nu este suficient pentru a se stabili un „eșec al pieței", astfel cum a fost definit mai sus. În primul rând, a considera că Ciudad de la Luz compensează un eșec al pieței în ceea ce privește producția cinematografică locală în Spania, ar fi contrar obiectivului declarat de autoritățile spaniole. În raportul din 2004 elaborat de Consultia se consideră că numai studiourile local sunt concurenți „indirecți", având în vedere că Ciudad de la Luz ar fi în schimb orientat către producții cinematografice de mari dimensiuni.

([35]) A se vedea, în special, NN 84/2004 din 22 martie 2006 – Franța – *Régimes d'aide au cinéma et à l'audiovisuel*. În acest caz, în temeiul articolului 107 alineatul (3) litera (c) și/sau (d) din TFUE, Comisia a autorizat *ex post* măsuri de sprijinire, în principal, a distribuției de filme, a creării, renovării sau modernizării de cinematografe, a distribuției de videoclipuri sau video și de CD și a dezvoltării de tehnologii post-producție. A se vedea, de asemenea, N 192/2008 din 11 aprilie 2008 – Spania – *Promotion of dubbing and subtitling of movies in Basque (Promovarea dublării și a subtitrării filmelor în limba bască)*.

([36]) Bunurile publice există în cazurile în care nu este posibil să se furnizeze un bun sau un serviciu unei persoane fără excluderea celorlalte sau atunci când nu există rivalitate în sectorul consumului (de exemplu, iluminatul străzilor, al drumurilor). Bunurile de interes general sau bunurile de utilitate publică sunt bunurile și serviciile pe care guvernul le consideră că vor fi consumate mai puțin și care, prin urmare, trebuie să fie subvenționate sau furnizate gratuit (de exemplu, educație, biblioteci publice).

(106) În al doilea rând, pentru a evidenția un eșec al pieței în ceea ce privește producătorii de film spanioli, trebuie să se evalueze dacă prestațiile sociale din partea unui studio precum Ciudad de la Luz sunt mai mari decât costul. Printre alte aspecte, aceasta ar impune să se aprecieze dacă facilitățile existente sunt insuficiente, adică, dacă realizatorii de film spanioli nu pot utiliza studiourile de film existente în Spania (precum Video Planning, Cartuja Producciones și Loasur Audiovisual, din Andalucía, Media Park, din Cataluña, Platós Valencia, din Valencia și Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Estudios Los Ángeles și Flash Estudio, din Madrid) sau în alte state membre. Deși producătorii de film au arătat unele avantaje de cost (necuantificate) din partea Ciudad de la Luz, ei nu afirmă că aceste studiouri locale sunt esențiale pentru producția cinematografică locală.

Ajutorul bine conceput

(107) În plus, deoarece nu există niciun eșec al pieței bine definit, care să fie abordat de această măsură, ajutorul nu poate fi considerat corespunzător și proporțional pentru a se adresa eșecului pieței respectiv. Dacă scopul studioului de film a fost acela de a sprijini producția cinematografică locală, ar fi fost necesar, printre alte aspecte, să compare investiția realizată cu alte măsuri care ar fi putut atinge eficiențe comparabile din punct de vedere al producătorilor de film. O astfel de comparație nu a fost prezentată de autoritățile spaniole.

Denaturarea concurenței și a comerțului

(108) Testul comparativ necesită și o evaluare a efectelor negative din punct de vedere al *denaturării concurenței și a schimburilor comerciale*. Având în vedere că producția s-a aflat semnificativ sub așteptările inițiale și că a atras în principal producții cinematografice locale, se poate considera că, până în prezent, efectul de denaturare a studiourilor Ciudad de la Luz a fost limitat. Cu toate acestea, numărul producțiilor de film realizate la Ciudad de la Luz nu este un bun indicator al eventualelor sale efecte de denaturare. Intrarea pe piața studiourilor de film europene a Ciudad de la Luz a sporit capacitatea globală a studioului. Justificarea economică fundamentală implică faptul că această sporire va genera o reducere generală a prețului, indiferent de volumul de producție cinematografică pe care Ciudad de la Luz îl poate atrage. Deoarece aceasta ar afecta prețul total al pieței, o astfel de reducere de preț nu ar putea fi respectată prin compararea prețului stabilit de Ciudad de la Luz cu cel al concurenților lor. Mai mult, construcția Ciudad de la Luz poate încuraja alte state membre să realizeze investiții similare. În final, considerând facilitățile moderne, poziția Ciudad de la Luz pe piață se poate schimba pe viitor.

(109) Pe baza celor de mai sus, măsura nu poate fi considerată ca fiind compatibilă în temeiul articolului 107 alineatul (3) litera (c), deoarece nu se adresează unui eșec al pieței al sectorului și riscurile afectează concurența și comerțul.

Ajutor cultural – investiție în construcția de studiouri de film

(110) Autoritățile spaniole nu au oferit niciun argument pentru a modifica opinia Comisiei exprimată în decizia de inițiere, aceea că „consideră că nu există niciun element care să indice că excepția [culturală] poate fi aplicată ajutorului de stat care prevede costurile de construcție și operare ale unui nou complex de studiouri de film de mari dimensiuni”. Decizia de inițiere a actualizat posibilitatea de a trata studiourile ca „infrastructură culturală”, deoarece au un grad mare de specializare și utilizarea lor este limitată la sectorul audiovizual (pentru realizarea filmelor, a producțiilor TV și a reclamelor).

(111) Pentru a aplica excepția culturală prevăzută la articolul 107 alineatul (3) litera (d) din TFUE finanțării neacoperite de Comunicarea privind cinematografia, ajutorul trebuie să fie nu doar necesar, proporțional și adecvat [conform evaluării de mai sus de la articolul 107 alineatul (3) litera (c)], ci și direcționat către un obiectiv cultural. Deoarece s-a constatat că aceste criterii nu intră în sfera de aplicare a articolului 107 alineatul (3) litera (c), aceasta se aplică în ceea ce privește articolul 107 alineatul (3) litera (d).

Ajutor cultural – stimulente pentru producătorii de film

(112) În decembrie 2008, Comisia a aprobat stimulentele pentru filme oferite de regiunea Valencia pe baza Comunicării privind cinematografia ([37]). Anterior acesteia, niciun stimulent acordat de autoritățile regionale din Valencia în legătură cu filmarea în cadrul Ciudad de la Luz nu putea fi considerat compatibil în cazurile în care filmarea în cadrul Ciudad de la Luz era o condiție a ajutorului (aceasta este în contradicție cu cel de-al patrulea criteriu al Comunicării privind cinematografia, fapt ce exclude suplimentele de ajutor pentru activități specifice de producție cinematografică).

([37]) Comunicarea privind cinematografia din 2001 stabilește criteriile prin care derogarea culturală de la articolul 107 alineatul (3) litera (d) putea fi aplicată schemelor de ajutor pentru sprijinirea producției de lucrări audiovizuale.

(113) În final, nu este necesar să se continue expertiza în cadrul prezentei decizii, indiferent dacă ajutorul a fost acordat producătorilor de film.

VI. **CONCLUZIE**

(114) Comisia constată că Spania a acordat ajutor de stat pentru Ciudad de la Luz SA încălcând articolul 108 alineatul (3) din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene. Investiția în Ciudad de la Luz făcută de regiunea Valencia nu ar fi fost făcută de un investitor privat în aceiași termeni și condiții. Prin urmare, întreaga investiție publică în proiect este considerată de Comisie ca fiind ilegală.

(115) În consecință, până în decembrie 2010, valoarea ajutorului reprezintă totalul dintre investiția publică directă în Ciudad de la Luz SA în valoare de 265 089 599 EUR și orice stimulent acordat producătorilor de film, cu condiția ca filmarea să aibă loc la Ciudad de la Luz.

(116) În conformitate cu Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene și jurisprudența constantă a Curții de Justiție, Comisia are competența de a decide dacă statul în cauză trebuie să anuleze sau să modifice ajutorul [38] atunci când constată că acesta este incompatibil cu piața internă. Curtea a susținut ferm că obligația statului de a anula sau de a modifica ajutorul considerat de Comisie ca fiind incompatibil cu piața internă are rolul de a restabili situația existentă anterior [39]. În acest context, Curtea a hotărât că acest obiectiv este atins atunci când beneficiarul rambursează sumele acordate prin intermediul unui ajutor ilegal, confiscând astfel avantajul de care a beneficiat față de concurenții săi de pe piață și restabilind situația anterioară acordării ajutorului [40].

(117) În conformitate cu jurisprudența respectivă, articolul 14 din Regulamentul (CE) 659/1999 al Consiliului [41] stabilește că „atunci când se adoptă decizii negative în cazuri de ajutor ilegal, Comisia decide ca statul membru în cauză să ia toate măsurile necesare pentru recuperarea ajutorului de la beneficiar.”,

ADOPTĂ PREZENTA DECIZIE:

Articolul 1

Capitalul social inițial și majorările ulterioare ale capitalului social în valoare de 94 459 719 EUR, terenul alocat companiei Ciudad de la Luz în valoare de 9 800 040 EUR, împrumuturile participative în valoare de 115 milioane EUR, obligațiunile convertibile emise începând cu 2008 însumând 45 829 840 EUR acordate ilegal Spaniei prin intermediul Ciudad de la Luz SA înainte de 31 decembrie 2010 și orice stimulent acordat producătorilor de film, cu condiția ca filmarea să aibă loc la Ciudad de la Luz, încălcându-se articolul 108 alineatul (3) din tratat, constituie ajutor de stat incompatibil cu piața internă.

Articolul 2

(1) Spania recuperează de la beneficiar ajutorul incompatibil acordat în temeiul articolului 1.

(2) Sumele de recuperat sunt purtătoare de dobândă începând de la data la care au fost puse la dispoziția beneficiarului și până la data recuperării lor efective.

(3) Dobânda se calculează pe o bază compusă, în conformitate cu capitolul V din Regulamentul (CE) nr. 794/2004 al Consiliului [42].

(4) Spania anulează toate plățile restante ale ajutorului la care se face referire la articolul 1, începând cu data adoptării prezentei decizii.

Articolul 3

(1) Recuperarea ajutorului la care se face referire la articolul 1 este imediată și efectivă.

(2) Spania asigură că prezenta decizie este pusă în aplicare în termen de patru luni de la data notificării acesteia.

Articolul 4

(1) În termen de două luni de la data notificării prezentei decizii, Spania prezintă următoarele informații:

(a) suma totală (principalul și dobânda) de recuperat de la beneficiar;

(b) o descriere detaliată a măsurilor deja luate și a celor prevăzute pentru respectarea prezentei decizii;

(c) documente care demonstrează că beneficiarul a fost somat să ramburseze ajutorul.

(2) Spania informează în permanență Comisia în legătură cu progresele înregistrate ca urmare a măsurilor naționale de punere în aplicare a prezentei decizii până la recuperarea integrală a ajutorului la care se face referire la articolul 1. La solicitarea Comisiei, Spania prezintă de urgență informații cu privire la măsurile luate și planificate deja pentru a se conforma prezentei decizii. De asemenea, Spania furnizează informații detaliate cu privire la valoarea ajutorului și a dobânzii recuperate deja de la beneficiar.

[38] Cauza C-70/72 *Comisia/Germania,* punctul 13.
[39] Cauzele conexate C-278/92, C-279/92 și C-280/92 *Spania/Comisia,* punctul 75.
[40] C-75/97 *Belgia/Comisia,* punctele 64-65.
[41] JO L 83, 27.3.1999, p. 1.
[42] JO L 125, 28.4.2004, p. 4.

Articolul 5

Prezenta decizie se adresează Regatului Spaniei.

Adoptată la Bruxelles, 8 mai 2012.

Pentru Comisie
Joaquín ALMUNIA
Vicepreședinte

ANEXA A

Informații cu privire la valoarea ajutorului primit, de recuperat și a celui deja recuperat

Identitatea beneficiarului	Suma totală a ajutorului primit în baza schemei (*)	Suma totală a ajutorului de recuperat (*) (principalul)	Suma totală rambursată deja (*)	
			Principalul	Dobânda

(*) Milioane, exprimate în moneda națională.

ANEXA I

Ciudad de la Luz (CDL) – Metodă de calculare a unui cost de capital adecvat în deciziile privind alocarea capitalului – iulie 2009

Obiectiv

Obiectivul prezentului raport este de a stabili dacă investiția în proiectul de creare a societății Ciudad de la Luz (CDL) poate fi calificată drept ajutor de stat. Potrivit principiului investitorului privat în economia de piață, investiția realizată este considerată ajutor de stat în cazul în care compensația preconizată a fi primită de către stat este mai mică decât ceea ce un investitor privat ar fi solicitat în circumstanțele proiectului respectiv.

Un investitor în capital privat [1] ar fi dorit să investească în proiectul CDL dacă rata internă de rentabilitate preconizată [2] ar fi fost mai mare sau egală cu costul de oportunitate al capitalului [3] (și anume, rentabilitatea pe care ar fi putut să o obțină în cadrul unui proiect similar).

În analiza care urmează se aplică modelul de stabilire a valorii activelor de capital (CAPM), pentru a obține costul capitalului propriu. Aceasta este măsura relevantă care permite să se stabilească dacă un investitor privat ar fi decis să investească în proiectul CDL.

Intervalul rezultat al parametrilor este apoi comparat cu rezultatele *ex post* ale unei eșantionări reprezentative a concurenților CDL. Aceasta este metoda adoptată de LECG în prezentarea sa, și anume, de a utiliza rezultatele *ex post* pentru a stabili criteriul de referință privind costul de oportunitate al capitalului pentru acest tip de proiect. După cum se va observa în continuare, măsura de performanță *ex post* aleasă de LECG nu este cea corectă pentru stabilirea unui criteriu de referință. Mai important, orice indicator de performanță *ex post* constituie un indicator insuficient pentru rentabilitățile *ex ante* impuse.

Ca o concluzie, costul de oportunitate al capitalului pentru acest proiect ar trebui să fie în jur de 14,91 %. Prin urmare, un investitor privat ar vrea să obțină o rată internă de rentabilitate mai mare de 14,91 %. Potrivit planului de afaceri propus de CDL în 2004, (care este cea mai recentă informație financiară pe care se bazează proiectul actual), rata internă de rentabilitate pentru investiția în proiectul CDL a fost de 5,74 % [4].

În consecință, un investitor privat nu ar fi investit în proiectul CDL, întrucât rata internă a randamentului să fie mai mică decât costul de oportunitate al capitalului.

Costul capitalului propriu [5]

Costul capitalului propriu este rata minimă impusă de rentabilitatea pe care CDL trebuie să o ofere acționarilor săi pentru a le compensa:

— valoarea temporală a banilor;

— riscul asociat investirii în proiectul CDL.

Este important de subliniat că rata relevantă de rentabilitate este o rentabilitate viitoare preconizată, și nu o rentabilitate istorică. De asemenea, costul capitalului propriu reflectă costul de oportunitate al investiției pentru acționari în societăți sau proiecte cu același risc financiar și în afaceri (sau similar) cu cel luat în considerare.

În cele ce urmează, aplicăm o metodă universal acceptată de estimare a costului capitalului propriu, și anume, modelul de determinare a valorii activelor de capital (CAPM):

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

Unde:

— K_e este costul capitalului propriu, exprimat în %;

— R_f este rata fără risc, exprimată în %;

— $(R_m - R_f)$ este prima de risc a pieței, exprimată în %;

— ß este „Beta”, o măsură a riscului sistematic (nediversificabil) asociat cu acțiunile CDL, care reflectă atât riscul financiar, cât și riscul în afaceri.

[1] În absența unei datorii.
[2] Prin definiție, rata internă de rentabilitate corespunde ratei de actualizare care face valoarea actualizată netă a investiției să fie egală cu zero.
[3] Brealey și Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*, ediția a șasea (capitolul 5, p. 100).
[4] Nu ar trebui să se considere că, prin uilizarea acestui criteriu de referință, această cifră este corectă. Previziunile fluxului de numerar sunt dificil de stabilit cu precizie; prin urmare, 5,74 % reprezintă probabil cel mult o limită superioară.
[5] Apendicele prevede definiția generală a costului mediu ponderat al capitalului (WACC), care include atât capitalul propriu, cât și capitalul împrumutat.

Pentru rata fără risc, practica de piață sugerează să se considere rata pe termen lung a obligațiunii guvernamentale (în mod normal, 10 ani) din țara în care se realizează operațiunile.

Pentru prima de risc a pieței, ar trebui să se considere prima de risc istorică a pieței pe o perioadă de timp rezonabil de lungă. Este o practică de piață obișnuită aceea de a considera diferența dintre rentabilitatea istorică a unui indice de capital diversificat din țara în care sunt realizate operațiile și rata fără risc.

Aplicare în cazul proiectului Ciudad de la Luz

Rentabilitatea medie anuală a obligațiunilor guvernamentale pe 10 ani în Spania a fost de 4,1 % în 2004 ([1]).

R_f = 4,1 %

Potrivit lui Fernández (2004) ([2]), prima istorică de risc a pieței pentru obligațiunile guvernamentale în Spania (în perioada 1991-2003, care corespunde aproximativ perioadei anterioare investiției noastre) este cuprinsă între 6,8 % și 9,3 % (diferența este dată de metoda de calculare a mediei – aritmetică versus geometrică). Considerăm limita inferioară a acestui interval pentru estimarea noastră a primei de risc a pieței.

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

În final, pentru a estima valoarea beta, utilizăm informații publice aparținând societăților care au fost identificate ca și concurenți direcți ai CDL de către autoritățile spaniole.

În 2001, KBC Securities a prezentat un raport care conține informațiile necesare pentru a calcula valoarea actualizată netă a unei investiții pe 10 ani în **Carrere Group**. Remarcă faptul că, data la care s-a făcut investiția, cât și data scadentă a acesteia, coincid în mare parte cu cele ale cazului de față. Rata de actualizare utilizată în raportul KBC a fost de 12 %, în timp ce valoarea beta raportată s-a menținut la 1,8. Ținând cont că profilul riscului financiar al **Carrere** diferă de cel al CDL (structura capitalului Carrere include capitalul împrumutat), trebuie să adaptăm această beta și să calculăm beta neinfluențată de gradul de îndatorare în vederea izolării profilului de risc în afaceri. Formula pentru obținerea valorii beta neinfluențate de gradul de îndatorare este dată de:

$\text{Beta}_{\text{Unlevered}} = \text{Beta}_{\text{Levered}}/[1 + (1 - T)\ D/E]$

unde T este rata de impozitare aplicabilă. Rata de impozitare pentru Franța, unde își are sediul *Carrere*, este de aproximativ 33 % și date privind raportul datorii/capitaluri proprii pot fi găsite în raportul KBC original. La momentul emiterii acțiunilor, raportul datorii/capitaluri proprii s-a menținut la 10 %. Această valoare a fost confirmată de datele Bloomberg.

Utilizând aceste valori ale parametrilor, obținem următoarea valoare pentru beta neinfluențată de gradul de îndatorare:

$\text{Beta}_{\text{Unlevered}}$ = 1,68

O evaluare similară a fost realizată în Germania în 2008 de către Der Spezialist fur Finanzaktien pentru **Studio Babelsberg**, o altă firmă identificată ca și concurent direct al CDL de către autoritățile spaniole. Raportul respectiv a considerat un cost al capitalului propriu de 12 % și o valoare beta de 1,5. La momentul publicării raportului, **Studio Babelsberg** era o societate fără datorii, însemnând că structura capitalului său era identică cu cea a CDL; prin urmare, nu este necesară ajustarea valorii beta în acest caz.

Această dovadă directă obținută din rapoartele detaliate aparținând celor doi concurenți direcți indică faptul că valoarea beta aplicabilă CDL este cuprinsă (cel puțin) în intervalul 1,5-1,68. În plus, investiția în CDL este posibil să implice un grad mai mare de risc idiosincratic pentru motivele prezentate deja de Comisie. Cu alte cuvinte, valoarea beta a CDL este probabil mai mare decât cea a concurenților săi.

În cele ce urmează, considerăm media aritmetică dintre cele două cifre și o atribuim CDL (în pofida faptului că riscul idiosincratic asociat cu CDL este probabil mai mare). Ar trebui remarcat faptul că aceste cifre au fost furnizate de analiștii financiari care au realizat o analiză aprofundată a studiourilor Carrere și Studio Babelsberg.

Astfel, limita inferioară a rentabilității preconizate a capitalurilor proprii pentru un investitor privat ar fi:

K_e = 4,1 + 1,59 × 6,8 = 14,91 %

Obținerea acestui număr este utilă, dat fiind faptul că implică faptul că o valoare pentru WACC în mod semnificativ mai mică decât **14,91 %** poate fi înlăturată automat.

Deficiențe ale metodologiei LECG

Estimarea făcută de studiul LECG, care a condus la un factor de actualizare de 5,15 %, prezintă numeroase deficiențe din punct de vedere metodologic. LECG a susținut că indicatorul potrivit pentru costul mediu ponderat al capitalului (WACC) este rentabilitatea activelor (ROA) realizată de unul sau, eventual, de doi concurenți (Pinewood și Babelsberg).

([1]) Viziune globală.
([2]) Pablo Fernández (2004), *Market risk premium: required, historical and expected*, Document de lucru al Școlii de afaceri IESE.

În primul rând, rentabilitatea după deducerea taxelor, precum ROA, ar trebui să nu fie considerată în general drept o măsură corectă privind o rentabilitate medie preconizată a investitorului, din cel puțin trei motive ([1]). Rentabilitatea după deducerea taxelor se calculează pe o bază anuală, întrucât un investitor rațional va considera rentabilitatea pe întreaga durată de viață a proiectului. În al doilea rând, informațiile contabile sunt informații istorice cu privire la societate și, prin urmare, sunt mai bine adaptate pentru evaluarea performanței *ex post* a firmei, comparativ cu performanța *ex ante* preconizată a investițiilor. În final, investitorii nu sunt cu adevărat interesați de contabilizarea câștigurilor, ci mai curând de câștigurile monetare, adică de fluxurile de numerar pe care le primesc de pe urma investiției lor.

Mai mult, LECG ar fi trebuit să compare măsura WACC cu ROCE (rentabilitatea capitalului angajat), și nu cu ROA. Măsura WACC face referire la capitalul total, adică la capitalul propriu și la capitalul financiar împrumutat. Cu toate acestea, în partea de pasiv a unui bilanț tipic, sunt trecute nu doar capitalul propriu și capitalul financiar împrumutat, ci și obligațiunile curente, adică pasivele curente ale furnizorilor. Prin urmare, activele totale sunt egale sau mai mari decât capitalul total și, pentru o rentabilitate dată, sunt mai mici sau egale cu ROCE ([2]). Prin urmare, ROCE este cea care ar trebui comparată cu WACC, și nu cu ROA. Un proiect realizează o valoare pozitivă doar dacă rentabilitatea realizată asupra capitalului investit este egală sau mai mare cu cea a WACC.

Date privind concurenții

Înainte de a ne întoarce la datele privind piața, subliniem din nou că criteriul de referință relevant este costul *ex ante* al capitalului propriu. Rentabilitățile *ex post* observate sunt doar un indicator defectuos pentru preconizările *ex ante*, dat fiind faptul că rentabilitățile *ex post* realizate nu sunt neapărat egale cu rentabilitățile *ex ante* impuse. Dacă investitorii sunt interesați de performanța trecută a unui sector de activitate, ei ar trebui să ia în considerare ROCE, o rentabilitate *ex post* relativ neutră la structura capitalului diverselor firme, dat fiind faptul că include atât capitalul împrumutat, cât și capitalul propriu. Pe măsură ce efectul de levier al unei companii crește, rentabilitatea capitalului propriu pentru acționari crește, comparativ cu ROCE.

În continuare, analizăm datele din diverse surse privind ROCE a unui grup reprezentativ de concurenți și observăm că rezultatele nu se abat de la exercițiul nostru de calibrare.

1. *Baza de date AMADEUS*

AMADEUS este o amplă bază de date paneuropeană, care conține informații financiare cu privire la peste 11 milioane de societăți publice și private din 41 de țări europene, furnizate de publicația electronică Bureau van Dijk (BvD). BvD este unul dintre furnizorii mondiali principali de date ale bilanțului la nivel de firmă, Europa fiind acoperită în cea mai mare măsură.

Numărul median este numărul care separă jumătatea superioară a unui eșantion de jumătatea inferioară. Dacă valorile observate sunt aranjate în ordine ascendentă sau descendentă, numărul median este valoarea din mijloc.

Media aritmetică (medie) este suma tuturor observațiilor împărțite la numărul de observații.

Pentru multe distribuții, numărul median și media coincid. În mod empiric, cele două pot diferi substanțial dacă, în pofida unei dimensiuni mari a eșantionului, distribuția respectată este asimetrică (de exemplu, conține un număr de valori aberante, adică, observații extreme).

Datele pe care le prezentăm mai jos sunt caracterizate de valorile pentru medie, care sunt mai mari decât numărul median (asimetrie pozitivă). Deoarece media este sensibilă la valori aberante, ne concentrăm în schimb asupra numărului median. A se nota faptul că această alegere conduce la o constatare a unor rentabilități inferioare comparativ cu media eșantionării.

Analiză inter pares

Dacă se ia în considerare o eșantionare foarte largă care cuprinde toate activitățile din NACE 921 (Activități cinematografice și video), aceasta oferă peste 11 000 de observații pentru perioada 1994-2008.

	Mediana
Rentabilitatea capitalului investit (ROCE)	13,56 %

([1]) Hans W. Friederiszick și Michael Troge, DG COMP, CET, „Applying the MEIP to State Owned Companies – Lessons learned from the German Landesbanken Cases", *Competition Policy Newsletter*, nr. 1, primăvara 2006.

([2]) Această confuzie apare frecvent, deoarece în bibliografia de specialitate în materie de finanțe, unii autori își asumă un bilanț simplificat, doar cu capitalul propriu și capitalul împrumutat și niciun pasiv curent. În aceste cazuri, într-adevăr, ROA este egală cu ROCE. Însă în realitate, acesta nu este cazul de obicei.

Pinewood-Shepperton, *Carrere Group* și *Barrandov Studio* sunt incluse în cel mai mic cod NACE de patru cifre 9211 (Activități cinematografice și video). Pe lângă clasificările NACE, AMADEUS prevede o definiție mai precisă a grupului de societăți similare prin gruparea filmelor în cadrul aceluiași cod NACE în funcție de dimensiunea acestora. Pinewood-Shepperton, Carrere Group și Barrandov Studio aparțin grupului de „societăți foarte mari" din NACE 9211 („foarte mari" nu este o măsură absolută, ci are legătură cu alte firme care aparțin NACE 9211). Mediana [1] pentru acest grup care cuprinde 45 de societăți în perioada 2000-2006, în cazurile în care s-a dispus de date, este următoarea:

	Mediana
ROCE	10,1 %

Studioul *Babelsberg* este clasificat de AMADEUS sub același cod NACE ca cele trei societăți anterioare, însă este considerată doar ca „o societate mare". Grupul de „societăți mari" pentru NACE 9211 este alcătuit din 133 de societăți. Mediana grupului în aceeași perioadă de timp (2000-2006) este:

	Mediana
ROCE	10,1 %

Cinecitta Studios este enumerat la codul NACE „reclamă", însemnând că grupul de societăți similare este inadecvat pentru scopuri de comparare. CDL, de asemenea, a fost atribuit unui grup cu societăți similare cu codul NACE 7413 (Activități de studiere a pieței și de sondaj), în opinia noastră, nu este relevant pentru evaluarea noastră.

2. *Date obținute din ORBIS* [2]

Pentru a obține informații privind firmele menționate în prezentarea făcută de autoritățile spaniole, a fost necesar să revenim la ORBIS. În ORBIS, au fost disponibile informații pentru următoarele societăți:

— Pinewood Shepperton

— Studio Babelsberg

— Carrere Group

— Cinecitta

— Ealing Studios

— Barrandov

— Prime Focus

— Ray Corp

— EUROPACORP

Mediana acestor societăți în perioada 2002-2007 este:

	Mediana
ROCE	10,82 %

Având în vedere că acest grup de societăți este alcătuit din concurenți clar identificați, nu există niciun risc de includere a unei „valori aberante" care să nu fie într-adevăr activă în același segment ca CDL (care poate fi cazul grupurilor de societăți similare care au fost construite în AMADEUS). Prin urmare, raportăm și media pentru grupul respectiv în perioada 2000-2007.

	Media
ROCE	12,26 %

[1] După cum am menționat mai sus, mediana pentru acest grup este mai mică decât media aritmetică. Pentru această analiză *inter pares*, AMADEUS prevede mediana anuală a ROCE ca aparținând întregului grup de societăți similare. Pentru o agregare în timp (cifra raportată în text), am calculat „mediana medianelor anuale".

[2] ORBIS este o bază de date care deține informații cu privire la peste 50 de milioane de societăți din lume (editura electronică Bureau van Dijk).

Concluzie

În baza analizei noastre se obține un cost de oportunitate al capitalului de 14,91 % pentru investiția în CDL Dacă acceptăm planul de afaceri pentru anul 2004 propus pentru CDL și analiza efectuată de LECG, rata internă de rentabilitate a proiectului este 5,74 %. Cu toate acestea, subliniem că fluxurile de numerar prevăzute în planurile de afaceri pentru anul 2004 se anunță neîntemeiat de optimiste, având în vedere, în special, pierderile efective suportate de societate în perioada 2002-2004. ([1]) Ținând cont de informațiile de care dispunem, putem presupune că fluxurile de numerar preconizate, astfel cum sunt prezentate în planul de afaceri pentru anul 2004, au reprezentat o limită superioară.

După cum am menționat în introducere, un investitor privat ar investi într-un proiect care oferă o rată internă de rentabilitate mai mare decât costul de oportunitate al capitalului. În consecință, un investitor în proiectul CDL ar fi pretins o rată internă de rentabilitate mult mai mare (de cel puțin 14,91 %) pentru a investi în acest proiect. Putem concluziona că investiția făcută în proiectul CDL nu a respectat principiul investitorului în economia de piață.

Cu un cost mediu ponderat al capitalului de 14,91 % și presupunând că previziunile de flux de numerar pentru 2004 reprezintă o limită superioară, am calculat valoarea actuală netă a proiectului ca suma fluxurilor de numerar actualizate. Pe baza informațiilor prezentate de autoritățile spaniole, rezultă că investiția de 199 de milioane reprezintă suma fluxurilor de numerar în perioada 2005-2007. Fluxul de numerar din ultima perioadă include valoarea reziduală, calculată prin aplicarea modelului de actualizare a dividendelor:

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

Unde D_t reprezintă dividendele de plătit în anul t, g este rata de creștere a dividendelor și r, rata de actualizare.

Această ecuație este foarte sensibilă la parametrii D_t și g. Obținerea unor estimări exacte pentru D_t and g depășește scopul acestei notificări. Din acest motiv, utilizăm drept criteriu de referință valorile propuse de autoritățile spaniole, și anume, D_t = 8 651 (fluxul de numerar din ultima perioadă) și g = 2,553 % (rata inflației). Cu toate acestea, noi aplicăm rata noastră de actualizare estimată la 14,91 %. Pe baza acestor valori ale parametrilor, proiectul oferă o valoare netă negativă actuală – VAN = – 131,65 milioane.

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

Observații privind ultima prezentare (25 martie)

În cazul prezentării din 25 martie nu există rigoare metodologică; în plus, acesta conține câteva formulări centrale care, în cel mai bun caz, sunt nefondate. În prezentare se arată că:

([1]) Sursa: raportul societății ORBIS.

…"Pentru a cuantifica această rentabilitate și, mai ales, prima de risc pe care un investitor privat s-ar aștepta să o obțină de la un proiect, se utilizează diverse modele, cel mai cunoscut dintre acestea fiind modelul de determinare a valorilor activelor de capital (CAPM). De exemplu, dacă în cazul menționat se aplică acest model, un investitor privat «ar vrea» să obțină o primă de risc, și nu o rentabilitate de 3,75 %, ca în anul 2000, și de 2,07 %, ca în anul 2004".

și prezintă în continuare următorul tabel:

Tabelul 1

Estimarea primei de risc solicitate a se obține de către CDL, conform modelului CAPM

	Prima de risc a pieței	Valoare abeta a Ciudad de la Luz	Prima de risc solicitată de la Ciudad de la Luz
2000	9,49 %	0,395	3,75 %
2004	5,25 %	0,395	2,07 %

Cu alte cuvinte, prezentarea susține că valoarea beta a CDL este ß = 0,395. Aceasta este o ipoteză nefondată care nu este susținută de nicio informație concretă și verificabilă. În plus, este greu de reformulat în spiritul realității.

Mai jos, prezentăm citate direct din *Brealey și Myers*, referința principală în prezentarea LECG.

"… beta măsoară cât de sensibilă este o garanție la fluctuațiile pieței. Acțiunile cu valori beta mai mari de 1,0 tind să amplifice mișcările globale ale pieței. Acțiunile cu valori beta între 0 și 1,0 tind să se îndrepte în aceeași direcție ca piața, însă nu atât de departe. Desigur, piața este «portofoliul tuturor acțiunilor», astfel că acțiunea „medie" are o valoare beta egală cu 1,0." (capitolul 7, p. 174).

Cu alte cuvinte, acțiunile cu valori beta mai mari înseamnă o volatilitate mai mare și, prin urmare, sunt mai riscante.

Investiția în CDL este cel puțin la fel de riscantă ca investiția în concurenții săi identificați, ale căror valori beta sunt cu mult peste 1 (a se vedea evaluările efectuate de *KBC Securities* și de *Spezialist fur Finanzaktien*).

În final, în ceea ce privește rata fără risc, pare puternic oportunistă referirea la criza financiară actuală temporară în scopul de a dezaproba valoarea aleasă de Comisie, care corespunde ratei fără risc din perioada investiției în CDL.

Apendice

Pentru a finanța un proiect, investitorii trebuie să investească în capital. Acest capital are un cost. Acesta este costul capitalului.

În mod obișnuit, există două surse mari de capital:

— capitalul propriu (E);

— capitalul financiar/împrumutat) (D).

Capitalul total (C) este reprezentat de suma dintre capitalul propriu și capitalul împrumutat, exprimată în euro. Fiecare dintre aceste 2 surse de capital are un anumit cost. Notăm:

— K_e este costul capitalului propriu, exprimat în %;

— K_d este costul capitalului financiar (împrumutat), exprimat în %.

Costul total al capitalului este, prin urmare, costul mediu ponderat al capitalului (WACC), ținând cont de proporția capitalului propriu și de proporția capitalului împrumutat. Avem, prin urmare:

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

De asemenea, K_d și K_e reprezintă costul preconizat al capitalului financiar și al capitalului propriu și nu costul istoric.

Ținând cont de avantajele fiscale ale finanțării datoriilor și presupunând că T este rata de impozitare aplicabilă CDL, avem:

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

În cazul specific privind CDL, în planul de afaceri pentru anul 2000. Având în vedere că proiectul este finanțat integral din capitaluri proprii, obținem:

$$WACC = K_e$$

ANEXA II

[adaptată după documentul din martie 2010]

Răspuns la raportul LECG prezentat la 19 octombrie 2009

Răspunsul companiei de consultanță LECG la analiza Comisiei se concentrează pe patru aspecte:

1. Presupusa utilizare eronată a modelului CAPM.

   Deși LECG acceptă că analiza bazată pe CAPM este calea corectă de urmat, pune la îndoială valorile parametrilor utilizate de DG Concurență. Mai exact, LECG afirmă că:

   — prima pentru capitaluri proprii ar trebui să fie mai mică;

   — valorile „beta" ar fi trebuit, de asemenea, să fie mai mici.

2. Comisia nu ar fi trebuit să se limiteze la planul de afaceri elaborat de Consultia IT, ci ar fi trebuit să utilizeze și planul de afaceri pentru anul 2000 elaborat de Arthur Andersen pentru a stabili criteriul de referință relevant.

3. Comisia nu a utilizat procentele financiare corespunzătoare pentru estimarea profitabilității preconizate n cadrul proiectului CDL.

4. Mai mult, Comisia nu a luat în considerare veniturile preconizate care vor fi obținute ca urmare a construirii de hoteluri și de spații pentru birouri.

1. **Parametrii CAPM**

1.1. *Prima pentru capitaluri proprii*

LECG pune la îndoială alegerea noastră de a utiliza date istorice în legătură cu primele, în baza planului Fernández (2004), pentru estimarea primei de risc a pieței în Spania pentru anii 2000 și 2004. În schimb, LECG sugerează utilizarea informațiilor găsite într-o lucrare mai recentă a aceluiași autor ([1]).

După cum se va observa în continuare, raportul LECG citează această lucrare într-un mod foarte selectiv.

Raportul LECG argumentează că prima pentru capitaluri proprii ar trebui utilizată în locul primei istorice pentru capitaluri proprii. Cu toate acestea, Fernández (2009) prevede următoarele:

„Este ușor de concluzionat că nu există o primă general acceptată pentru capitaluri proprii sau o metodă comună pentru estimarea acesteia. […]

Recomandările referitoare la prima pentru capitaluri proprii, preluată din 150 de cărți de specialitate pe teme financiare și de evaluare, publicate între anii 1979 și 2009, variază între 3 % și 10 %. Mai multe cărți utilizează prime diferite pentru capitaluri proprii pe pagini diferite și majoritatea cărților nu fac distincția între cele patru concepte diferite pe care expresia «primă pentru capitaluri proprii» le denumește: primă istorică pentru capitaluri proprii, primă preconizată pentru capitaluri proprii, primă impusă pentru capitaluri proprii și primă implicită pentru capitaluri proprii. […]

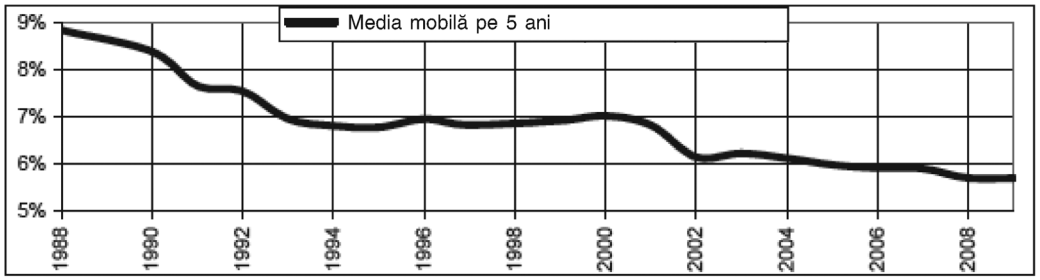
129 de cărți consideră că prima preconizată și cea implicită pentru capitaluri proprii constituie termeni sinonimi și 82 de cărți nu fac distincția între primă preconizată și primă istorică pentru capitaluri proprii."

Mai mult, în ceea ce privește valoarea concretă, studiul LECG propune utilizarea unei prime pentru capitaluri proprii recent prezentată de Fernández (2009). Fernández sugerează utilizarea unei prime impuse pentru capitaluri proprii (REP) ce variază între 3,8 % și 4,3 %. Există cel puțin două motive pentru care acest interval nu este valabil pentru scopurile noastre. Primul, prezintă limitări interne, dat fiind faptul că este o evaluare subiectivă a unei singure persoane. Ar trebui remarcat faptul că Fernández prezintă, de asemenea, valoarea medie obținută din 150 de cărți de specialitate (a se vedea graficul de mai jos). În al doilea rând, și cel mai important, sugestia de a utiliza o valoare din intervalul 3,8 %-4,3 % este o estimare a primei actuale pentru capitaluri proprii și nu a celei predominante în anii 2000 și 2004. Valorile parametrilor pentru a face legătura cu CAPM ar trebui

([1]) Pablo Fernández (2009): *The Equity Premium in 150 Textbooks*, Document de lucru al Școlii de afaceri IESE.

să fie din aceeași perioadă cu cea a datelor deciziei de afaceri (adică, *ex ante* și nu *ex post*). Cu alte cuvinte, prima relevantă pentru capitaluri proprii este cea care a fost predominantă în 2000 (sau 2004), și nu în 2009. În ceea ce privește acest aspect, lucrarea lui Fernández (2009) prevede estimări consensuale ale REP în 2000 și 2004. În special, valoarea din 2004 a REP este mai mare de 6 %, întrucât valoarea pentru 2000 este de aproximativ 7 %. Estimarea noastră, înainte de publicarea acestei lucrări, era corectă și se încadra în acest interval, adică 6,8 %.

„Cifrele de mai jos indică evoluția mediei mobile a primei impuse pentru capitaluri proprii (REP) (ultimii 5 ani) utilizată sau recomandată în 150 de cărți de specialitate în materie de finanțe și evaluare".



1.2. *Beta*

În ceea ce privește valoarea beta, raportul LECG pune la îndoială utilizarea estimărilor furnizate de companii private specializate în evaluări. Prezentăm mai jos linkurile către studiile la care facem referire:

Carrere (informațiile pe care le-am utilizat pot fi găsite la p. 5 a raportului de mai jos):

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

Studio Babelsberg (a se vedea p. 10):

http://www.studiobabelsberg.com/uploads/media/Studio_Babelsberg_14May08.pdf

În opinia noastră, acesta este locul exact în care un investitor privat ar căuta informații pentru a stabili o valoare beta *ex ante*. Acești analiști au abilități specifice de evaluare a evaluărilor *ex ante*.

Cele două studii furnizează valori beta pentru concurenții extrem de apropiați ai Ciudad de la Luz.

Pablo Fernández, autorul care a fost citat extensiv, dar selectiv, în studiul LECG, a scris in extenso pentru a arăta că valorile beta istorice (precum cele propuse de LECG) sunt aproape fără sens.

În lucrarea lui *Are calculated betas worth for anything?* (Document de lucru al Școlii de afaceri IESE), Pablo Fernández (2008) prezintă argumente puternice împotriva utilizării valorilor beta calculate în cadrul evaluărilor:

„Arătăm că, în general, este o greșeală imensă să se utilizeze valorile beta istorice drept indicator al valorii beta preconizate. În primul rând, întrucât este aproape imposibil să se calculeze o valoare beta semnificativă, dat fiind faptul că valorile beta istorice se modifică considerabil de la o zi la alta; în al doilea rând, întrucât adeseori nu putem afirma cu o încredere statistică relevantă că valoarea beta a unei societăți este mai mică sau mare decât valoarea beta a altei societăți; în al treilea rând, întrucât valorile beta istorice nu sunt logice în multe cazuri: de cele mai multe ori, societățile cu riscuri mari au valori beta istorice mai mici decât societățile cu riscuri mici; în al patrulea rând, întrucât valorile beta istorice depind foarte mult de indicele pe care îl utilizăm pentru a le calcula. […] [1]" (sublinierile ne aparțin)

Al treilea argument de mai sus prezentat de Fernández (2008) servește, de asemenea, la ilustrarea faptului că valorile beta prezentate de LECG nu pot fi corecte. Într-adevăr, Fernández afirmă că societățile cu risc ridicat au valori beta mari. Acest fapt este foarte intuitiv: rentabilitatea necesară în cazul unui proiect cu risc ridicat (precum CDL) trebuie să fie mai mare decât rentabilitatea unui portofoliu diversificat (de exemplu, IBEX 35).

[1] Damodaran (Damodaran, Aswath (1994), *Damodaran on Valuation*. New York: John Wiley and Sons) își exprimă același punct de vedere prin calcularea valorii beta a Disney. Cu date zilnice, ajunge la valoarea de 1,33; la 1,38, cu date săptămânale; la 1,13, cu date lunare; la 0,44, cu date trimestriale și la 0,77, cu date anuale. Cu date pe o perioadă de 3 ani, ajunge la 1,04; la 1,13 pe o perioadă de 5 ani și la 1,18, pe o perioadă de 10 ani. De asemenea, valoarea beta depinde de indicele considerat ca punct de referință; astfel, valoarea beta cu referire la Dow 30 este de 0,99; cu referire la S&P, de 1,13 și cu referire la Wilshire 5000, de 1,05.

Într-o altă lucrare, concentrată asupra Spaniei (*On the instability of betas: the case of Spain*, 2008, Document de lucru al IESE Business School), Pablo Fernández arată din nou că este o greșeală gravă să se utilizeze valorile beta obținute din date istorice pentru calcularea rentabilității necesare a capitalurilor proprii.

„Este considerată o greșeală din cauză că:

1. valorile beta din date istorice se schimbă considerabil de la o zi la alta;

2. valorile beta calculate depind foarte mult de indicii de acțiuni care sunt utilizați ca referință de piață;

3. valorile beta calculate depind foarte mult de perioada istorică (5 ani, 3 ani, …) utilizată pentru a le calcula;

4. valorile beta calculate depind de rentabilitățile (lunare, anuale, …) utilizate pentru a le calcula;

5. de foarte multe ori nu cunoaștem dacă valoarea beta a unei societăți este mai mică sau mai mare decât valoarea beta a unei alte societăți;

6. valorile beta calculate sunt puțin corelate cu rentabilitățile acțiunilor;

7. coeficienții de corelație (și R_2) a regresiilor, utilizați pentru calcularea valorilor beta sunt foarte mici."

Documentul prevede numeroase exemple în sprijinul celor șapte afirmații.

2. **Intervalul de timp relevant**

În analiza noastră anterioară am considerat anul 2004 ca an de referință pentru calcularea VAN, deoarece acesta a fost momentul în care a fost angajată întreaga investiție de 199,4 EUR. Cu toate acestea, putem face aceeași analiză și pentru anul 2000. WACC rezultat ar fi mai mare decât în 2004 ([1]), atât din cauza unei prime de risc a pieței mai mari (care, potrivit informațiilor colectate de Fernández, ar trebui să fie de aproximativ 7 % – a se vedea secțiunea 1.1), cât și a unei rate fără risc mai mari (care s-a menținut la 5,53 % pentru Spania, în 2000 ([2])). Prin urmare, o rată internă de rentabilitate de 8,84 % ar continua să fie cu mult mai mică decât costul capitalului (mai exact: WACC = 5,53 % + 1,59 * 7 % = 16,66 %).

Putem avansa, astfel încât să calculăm VAN a proiectului în 2000. Ținând cont de toate avertismentele pe care le-am evidențiat în analiza noastră anterioară (și anume, utilizarea fluxurilor de numerar și a parametrilor utilizați la valoarea nominală pentru calcularea valorii terminale, cu excepția, bineînțeles, a WACC), obținem următoarea VAN negativă:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	VAN
Flux de numerar	– 46 479	– 69 719	9 005	12 616	6 930	7 710	68 698	
Actualizare	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	
RIR	– 46 479	**– 59 762,56**	**6 616,67**	**7 946,13**	**3 741,50**	**3 568,16**	**27 252,87**	**– 57 116,22**

([1]) Potrivit calculelor noastre, WACC în 2004 era de 14,91, utilizându-se o rată fără risc de 4,1 % și o primă de risc de 6,8.
([2]) A se vedea statistica OCDE.

3. **Indicatori financiari**

Raportul LECG este de acord cu punctul nostru de vedere, conform căruia CAPM reprezintă instrumentul potrivit pentru evaluarea costului *ex ante* al capitalului. Mai mult, raportul nu prevede niciun argument pentru a respinge utilizarea ROCE drept indicator pentru WACC. Prin urmare, nu este necesar să se repete argumentele stabilite deja în observația anterioară. Cu toate acestea, ar putea fi util să reamintim motivul pentru care ROCE este procentul cel mai adecvat. Având în vedere că profitabilitatea economică a unei societăți este măsurată *ex post* prin diferența dintre rentabilitatea capitalului angajat și costul capitalului, atunci, în mod intuitiv, dacă s-ar stabili un criteriu de referință bazat pe date anterioare privind concurenții în scopul de a se determina rentabilitatea minimă impusă de investitori, indicatorul adecvat pentru acest sector ar fi rentabilitatea medie a capitalului angajat.

4. **Extinderea investiției la hoteluri și spații de birouri**

Afirmațiile de la acest punct se bazează pe dovezi noi, și anume, pe șase rapoarte de evaluare a terenurilor. Ca observație preliminară, remarcăm că aceste dovezi sunt prezentate *ex post* și, prin urmare, nu s-au regăsit în informațiile disponibile pentru un potențial investitor la acel moment ([1]). În al doilea rând, remarcăm faptul că raportul elaborat de Arthur Andersen menționează doar posibilitatea construirii unui complex hotelier (în faza III) și a unui spațiu de birouri (în faza IV). Raportul conține o estimare a costurilor pentru construirea de hoteluri și de birouri, dar nu și pentru câștigurile aferente; prin urmare, lipsesc informațiile privind evaluarea rentabilității dezvoltării imobiliare a terenului. Într-adevăr, nu a fost furnizat niciun plan de afaceri pentru dezvoltarea fazelor III și IV. În planul de afaceri elaborat de Consultia IT, referința la hoteluri este făcută doar indirect, prin menționarea unei zone complementare destinată serviciilor, în timp ce birourile nu sunt menționate. Mai mult, aceste activități nu sunt avute în vedere în niciun fel în secțiunea privind previziunile economice și financiare. Cu alte cuvinte, investitorii privați nu au prezentat în nicio fază un plan de afaceri privind dezvoltarea terenului. Ca atare, aceasta implică faptul că evaluarea *ex ante* a proiectului ar trebui să se bazeze doar pe planul de afaceri privind studiourile de film; într-adevăr, toate dovezile relevante indică faptul că dezvoltarea de terenuri nu a făcut parte din planul de afaceri inițial. De fapt, prezentarea LECG din aprilie 2008 a menționat în mod explicit, în secțiunea 5, că datele investiției în complexul de servicii (hoteluri și zonă comercială) nu au fost analizate în niciunul dintre planuri, întrucât: (i) serviciile sus-menționate ar fi construite, în orice caz, după construirea studioului; și (ii) profitabilitatea studioului a fost suficient de mare și, prin urmare, nu a fost necesar să se analizeze la acel moment fluxurile suplimentare de numerar pe care Ciudad de la Luz le-ar fi putut genera.

Singurele informații relevante pentru evaluarea terenului sunt reprezentate de ofertele primite de Ciudad de la Luz în 2005 pentru construcția și exploatarea unor hoteluri și a unei zone comerciale, care au fost prezentate în secțiunea 5 menționată anterior. Aceasta reprezintă o evaluare realizată de piață în aceeași perioadă cu cea a deciziei de investiții, o perioadă care, în plus, se caracterizează printr-un *boom* imobiliar. După cum se va explica în secțiunea următoare, evaluările EUROVAL nu oferă o orientare adecvată cu privire la valoarea terenurilor.

Pentru calcularea unei VAN care să includă această dezvoltare imobiliară suplimentară a terenului, este posibil să se utilizeze prețul stabilit de piață (faptul că este relativ redus, după cum recunosc și autoritățile spaniole, este într-adevăr o dovadă că această dezvoltare a proprietății nu a părut foarte atractivă pentru investitorii privați).

Următorul tabel prezintă calculele VAN care includ dezvoltarea proprietății pe baza ofertelor care au fost prezentate efectiv în 2005 (560 000 EUR anual, ajustate pentru inflație, astfel cum prevede LECG). După cum se poate observa cu ușurință, VAN rămâne negativă.

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

([1]) Raportul LECG din 25 aprilie 2008 urmează aceeași direcție, întrucât precizează de la început (primele rânduri din secțiunea 2.1.) că întrebarea relevantă pentru aplicarea MEIP este „În baza informațiilor disponibile la momentul la care a fost făcută investiția, proiectul oferea o rentabilitate suficientă pentru a determina un investitor privat să se decidă să facă această investiție? […] Decizia de investiții trebuie analizată dintr-o perspectivă *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
RIR	**– 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	VAN
5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	*80 447*	
1,087	1,110	1,133	1,157	1,181	1,206	
609	621	634	648	661	9 401	
6 135	7 182	7 476	8 705	8 968	89 848	
1/(1 + WACC)^5	1/(1 + WACC)^6	1/(1 + WACC)^7	1/(+ WACC)^8	1/(1+/WAC-C)^9	1/(1 + WACC)^10	
0,4991	0,4344	0,3780	0,3290	0,2863	0,2491	
3 061,91	**3 119,74**	**2 826,09**	**2 863,46**	**2 567,38**	**22 383,73**	**– 126 445,48**

Euroval a întocmit o serie de rapoarte de evaluare a terenurilor. Aceste rapoarte au fost comandate de *Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana*, investitorul în Ciudad de la Luz (CDL). Rapoartele au ca scop furnizarea unei evaluări obiective a terenului care urmează a fi utilizat pentru construcția de hoteluri și de birouri în complexul CDL. Ele prevăd o evaluare pentru anii 2000, 2002 și 2009. Pentru fiecare an, sunt evaluate două terenuri: unul destinat construirii unui complex hotelier și celălalt construirii de blocuri pentru birouri, în total fiind întocmite șase rapoarte de evaluare.

Având în vedere că, în linii mari, rapoartele urmăresc aceleași metodologii, o parte dintre observațiile noastre sunt generale; de fiecare dată când se face o trimitere la afirmații specifice, se identifică raportul corespunzător.

Acest memoriu descrie limitările rapoartelor sus-menționate și concluzionează că evaluările prezentate aici nu sunt fiabile. În plus, în memoriu se remarcă faptul că raportul de evaluare nu este compatibil cu unele plângeri găsite în documentele furnizate anterior de autoritățile spaniole. În cele din urmă, memoriul menționează tipul de dovadă care ar fi putut fi utilizat pentru a se obține o estimare a valorii terenului.

4.1. *Rapoarte*

După cum se poate observa, Euroval nu a semnat sau ștampilat niciunul dintre aceste rapoarte, adică nu există nicio dovadă că entitatea își asumă responsabilitatea pentru evaluări.

Autoritățile spaniole declară că rapoartele de evaluare privind terenul, întocmite în 2000 și 2002, nu îndeplinesc cerințele Ordinului ministerial ECO 805/2003 privind evaluarea clădirilor, „dat fiind faptul că scopul lor nu coincide cu domeniul de aplicare al ordinului respectiv" (de exemplu, p. 3 din raport care prezintă evaluarea din 2000 cu privire la spațiul pentru birouri). Nu se explică motivul pentru care nu ar trebui să se aplice Ordinul ministerial menționat anterior. Acest ordin ministerial este menționat, de asemenea, în coroborare cu Legea 6/1998 privind evaluarea terenurilor (p. 13 din raportul sus-menționat). Se afirmă că, având în vedere că este o evaluare retrospectivă pentru anul 2000 realizată în 2002, „echipa tehnică în exercițiu este liberă să aplice ajustările și ipotezele de calcul pe care le consideră cele mai adecvate pentru obiectivul propus." Cu toate acestea, „ajutările" și „ipotezele" nu sunt explicate foarte clar. Mai mult, nu este clar motivul pentru care nu se poate aplica legislația existentă, în special în ceea ce privește evaluarea terenului. Nu este oferită nicio justificare pentru neaplicarea legislațiilor în vigoare la acel moment.

Raportul care furnizează evaluarea *curentă* (2009) a terenului destinat construcției de blocuri pentru birouri conține o declarație și mai surprinzătoare. Se pretinde că metodele de evaluare aplicabile conform *legislației actuale în vigoare* pot fi adaptate, aducându-se următoarea justificare: „având în vedere că scopul evaluării este o contribuție nemonetară la data respectivă, echipa tehnică în exercițiu este liberă să aplice ajutările și ipotezele

de calcul pe care le consideră cele mai adecvate pentru obiectivul urmărit." Cu alte cuvinte, având în vedere că evaluarea nu va avea drept finalitate o tranzacție monetară, metodele de evaluare care trebuie aplicate în baza legii pot fi modificate. Pentru a fi mai expliciți, întrucât nu este implicată nicio tranzacție/sumă de bani reală, echipa tehnică admite că, în opinia lor, pot face adaptările pe care le consideră oportune, având în vedere „obiectivul urmărit".

Prin urmare, nu este de mirare că Euroval nu a susținut oficial niciunul dintre cele șase rapoarte.

4.1. (a) Rapoarte referitoare la clădirea de birouri (parcela NNT)

De asemenea, rapoartele ar fi trebuit să explice mai clar, ce implică această calificare, și anume „utilizare terțiară" a terenului.

Cea mai evidentă limitare a acestor rapoarte este mijlocul prin care se stabilesc prețurile de referință pentru spațiul de birouri din complexul Ciudad de la Luz. La p. 18 din raportul 2000 sunt enumerate nouă tranzacții, inclusiv prețul plătit pe metru pătrat. Aceste tranzacții au avut loc în perioada decembrie 1999-septembrie 2000 și prețul mediu plătit a fost de 1 111,7 EUR pe metru pătrat. Aceasta este valoarea considerată a reprezenta prețul de referință pentru spațiul de birouri din complexul Ciudad de la Luz.

Complexul Ciudad de la Luz este situat în afara orașului Alicante și în apropierea unui complex industrial (*polígono industrial*). Dimpotrivă, cele nouă tranzacții sus-menționate se referă la birouri (dimensiunea medie: 115,26 metri pătrați) situate pe cele mai renumite străzi comerciale din Alicante. În consecință, nu are sens să se recurgă la aceste tranzacții pentru a se stabili un preț de referință pentru cei 66 576,54 m^2 care vor fi construiți în Ciudad de la Luz.

Raportul utilizează indicele spaniol al prețurilor de consum (*Indice de Precios al Consumo*, IPC) pentru a micșora valorile actuale. În special, IPC este utilizat pentru a readuce prețurile evaluării actuale a terenului la prețurile din 2000 (p. 24). Remarcăm faptul că, după cum arată denumirea acestuia, IPC nu cuprinde inflația prețului activelor; indicele se calculează pe baza unui coș de bunuri pentru consum. Utilizarea IPC pentru a se micșora valorile terenului și/sau valorile imobiliare este departe de a fi inofensivă, din motivele explicate mai jos.

După cum se știe, Spania a trecut printr-un *boom* al industriei imobiliare care a durat mai bine de 10 ani (într-o măsură considerabilă, criza macroeconomică actuală are legătură cu bula respectivă). Ca și consecință, prețurile terenurilor au crescut mult mai repede decât IPC general.

Potrivit statisticilor adunate de Ministerul spaniol al locuințelor (Ministerio de Vivienda, http://www.mviv.es/es/), prețurile la locuințe în provincia Alicante au crescut cu 122,2 % pe parcursul perioadei care coincide cu primul trimestru al anului 2000 și cu al treilea trimestru al anului 2009 (această perioadă de timp a fost aleasă deoarece corespunde perioadei utilizate în raportul Euroval 2000: ianuarie 2000-august 2009). La o examinare sumară a seriei cronologice, se poate observa că prețurile la locuințe au crescut foarte repede la începutul perioadei considerate.

Aceeași sursă statistică furnizează, de asemenea, date privind prețurile terenurilor; din nefericire, seria începe abia în 2004. Prețul mediu pe metru pătrat de teren urban din provincia Alicante a rămas la 234,3 EUR/m^2 pe parcursul primului trimestru al anului 2004. Cifra corespunzătoare municipiilor cu peste 50 000 de locuitori din provincia Alicante a rămas la 464,9 EUR/m^2 pe parcursul primului trimestru al anului 2004.

Deoarece prețul terenului care poate fi utilizat pentru dezvoltarea reală de teren urban este strâns corelat cu prețurile la locuințe, este posibil să se obțină o aproximare a deflatorului pentru prețurile la terenuri în perioada T1 2000-T4 2003 considerând inflația prețului la locuințe pe parcursul acestei perioade. Potrivit Ministerului spaniol al locuințelor, prețurile la locuințe în provincia Alicante au crescut cu 80,1 % în perioada cuprinsă între primul trimestru al anului 2000 al treilea trimestru al anului 2003.

Indiferent dacă se consideră prețul mediu al terenului pentru întreaga provincie (234 EUR/m^2 în T1 2004) sau cel pentru marile municipii (464,9 EUR/m^2 în T1), aplicând un deflator de dimensiunea respectivă (± 80 %) ar rezulta într-un preț al terenului în T1 2001 mult mai mic decât cel raportat în raportul Euroval.

Trebuie, de asemenea, menționat că, în ceea ce privește evoluția prețurilor, rapoartele sunt în contradicție. După cum am menționat mai sus, la p. 18 a raportului 2000, sunt enumerate nouă tranzacții, inclusiv prețul plătit pe metru pătrat. Aceste tranzacții au avut loc în perioada decembrie 1999-septembrie 2000 și prețul mediu plătit a fost de 1 111,7 EUR pe metru pătrat. Aceasta este valoarea considerată pentru a reprezenta prețul de referință pentru spațiul de birouri din complexul Ciudad de la Luz.

Raportul 2009 urmează aceeași metodologie. La p. 18 sunt enumerate șapte tranzacții care au avut loc în perioada aprilie 2007-decembrie 2008. Valoarea medie este de 2 736,22 EUR pe metru pătrat. Astfel, raportul 2009 conține dovezi evidente conform cărora inflația imobiliară a fost cu mult peste 33,5 % mai mare față de cea utilizată în raportul 2000. Prin compararea celor două rapoarte, obținem o inflație de 146,1 %. Acest lucru este conform cu rapoartele Ministerului pentru locuințe: între primul trimestru al anului 2000 și al doilea trimestru al anului 2008 (perioada majorității tranzacțiilor raportate în raportul 2009), prețurile la locuințe în provincia Alicante a crescut cu 152,1 %.

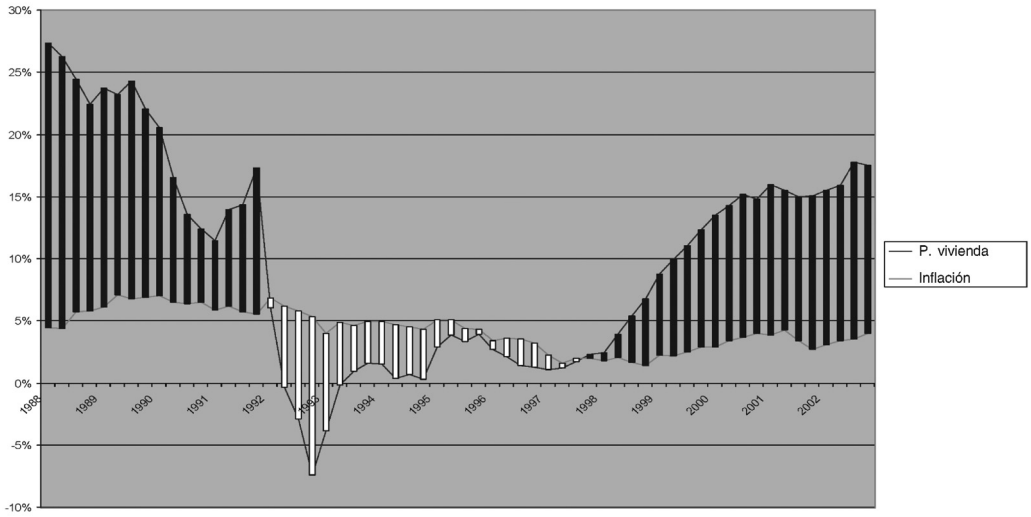
Faptul că cifrele prezentate în raportul 2009 sunt micșorate cu 15 % pentru a se stabili prețurile actuale nu modifică imaginea globală, ținând cont de valorile implicate.

Printre altele, dorim să reamintim faptul că utilizarea prețurilor pentru birourile mici din centrul provinciei Alicante pentru a se stabili un preț de referință pentru complexul Ciudad de la Luz nu are sens.

Două observații suplimentare ar trebui reținute. În primul rând, pe parcursul perioadelor de *boom* imobiliar, de obicei prețul terenurilor crește mai repede decât prețurile locuințelor finalizate. În orice caz, indicele de preț al locuințelor diminuează inflația prețurilor. În al doilea rând, prețul mediu al terenurilor pentru marile municipii este probabil nereprezentativ pentru prețurile terenurilor dintr-o locație precum cea a CDL. Într-adevăr, majoritatea datelor subiacente utilizate pentru stabilirea acestui preț mediu au la bază un teren situat în oraș sau în imediata lor vecinătate (de exemplu, „urbanizări" suburbane); CDL este situat în afara orașului, într-un loc cu foarte puține locuințe (sau deloc).

În cele din urmă, inflația prețului la locuințe este ilustrată de materialul utilizat ca material de predare pentru studenții de anul III ai Universității Carlos III din Madrid, care poate fi găsit la: http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/, materiale, tema I, slide 67, care este reprodus mai jos. Această dovadă prezentată sub forma unui grafic confirmă încă o dată că prețurile la locuințe au crescut mult mai repede decât IPC.

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



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

În toate rapoartele, există puține argumente la care se face recurs pentru a se demonstra faptul că aceste costuri pentru dezvoltarea imobiliară a terenurilor sunt nule, mai ales având în vedere că vor trebui suportate unele costuri suplimentare.

În final, în cazul complexului de birouri (NNT), diferența de 35 % (2002) sau de peste 50 % (2000) între valorile obținute din cele două metode de evaluare (metoda reziduală dinamică și creșterea IPC) arată caracterul puternic speculativ al exercițiului.

4.1. (b) Rapoartele privind evaluarea terenului destinat unui complex hotelier (lotul NNH)

Rapoartele din 2000 și 2002 privind cea de-a doua parcelă („NNH") au câteva limitări (de exemplu, utilizarea unui deflator inadecvat, lipsa unei justificări pentru neaplicarea metodelor de evaluare prevăzute de legislația spaniolă etc.). După cum am menționat mai sus, niciunul dintre aceste rapoarte nu a fost semnat sau ștampilat.

Cu toate acestea, unele observații suplimentare sunt corecte. Rapoartele 2000 și 2002 stabilesc prețurile de referință ale camerelor de hotel pe baza unor prețuri medii. Cu toate acestea, sursa nu este precizată, și nici nu este clar dacă se face referire la provincia Alicante (raportul 2002) sau la Comunitatea Valenciană (raportul 2000).

Prețurile medii rezultate sunt de 44,95 EUR/noapte, în raportul 2000 și de 47,65 EUR/noapte, în raportul 2002. Deși sursa care susține aceste valori nu a fost oferită, ele nu se abat de la cifrele anterioare.

În schimb, raportul 2009 prevede o listă de 6 hoteluri bine amplasate, toate având 4 sau 5 stele, pentru a stabili un preț de referință. Ultimul preț a fost stabilit la 104 EUR/noapte. Nu există nicio explicație de ce metodologia de stabilire a prețurilor de referință este diferită de cea utilizată în rapoartele 2000 și 2002.

Cel mai important, este greu de înțeles de ce se pune accentul pe hoteluri de 4 sau 5 stele. Există informații conform cărora ar exista o cerere pentru hoteluri de 4 sau 5 stele în afara orașului Alicante, situate în apropierea unei autostrăzi și a unui complex industrial?

În aceeași ordine de idei, este destul de grăitor faptul că a fost omis singurul hotel din apropierea complexului CDL. Hotelul menționat în cele din urmă este un hotel IBIS, ale cărui prețuri porneau de la 49 EUR pe noapte, *în vara anului 2010* (http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml, consultat la 24 februarie 2010). Ca o dovadă în plus, apartamentele de lux din apropierea unui teren de golf (și relativ aproape de CDL) încasau 80 EUR/noapte în august 2010 (sezon de vârf, a se vedea http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, consultat la 24 februarie 2010).

Raportul 2009 privind parcela NNH conține, de asemenea, declarații surprinzătoare. Inițial, oricine ar fi plăcut surprins să afle că metoda aplicabilă pentru efectuarea evaluării este conformă cu legislația (la p. 13, a se vedea „Referințele metodologice reprezintă criteriile prevăzute în Ordinul ministerial 805/2003 privind evaluarea bunurilor imobiliare și Legea 6/1998 din 13 aprilie 1998 privind evaluarea terenurilor, scopul evaluării fiind acela de a stabili valoarea la această dată." Cu toate acestea, la p. 25, se poate constata că, în definitiv, raportul de evaluare nu îndeplinea cerințele prevăzute în Ordinul ministerial: „În conformitate cu articolul 61 alineatul (1) litera (b) din Ordinul ECO 805/2003 din martie 2003 privind normele referitoare la evaluarea bunurilor imobiliare, subliniem că prezentul raport de evaluare nu îndeplinește în mod oficial cerințele ordinului, întrucât scopul acestuia nu coincide cu domeniul de aplicare al ordinului" (*por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma*).

De asemenea, este interesant de remarcat faptul că există diferențe semnificative între estimările pe metru pătrat pentru cele două parcele (NNH și NNT). Cât timp nu se neagă faptul că utilizările proiectate (birouri/hoteluri) pot explica o parte dintre aceste diferențe, discrepanța este încă izbitoare. Pentru hoteluri, valorile sunt cuprinse între 144,12 EUR/m^2 (2000) și 188,35 EUR/m^2, în 2009. Pentru spațiul de birouri, valorile respective sunt cuprinse între 491,64 EUR/m^2 (2000) și 800 EUR/m^2, în 2009. Ce poate explica diferența dintre evoluția prețului (inflația) acestor două parcele situate una lângă cealaltă? Cum se poate justifica această diferență de peste 300 %?

Putem să concluzionăm că aceasta se datorează faptului că metodologia utilizată pentru evaluarea terenului destinat construcției hotelurilor se apropie mai mult de standardele prevăzute de lege? Sau ar trebui pusă pe seama unei transparențe mai mari a tarifului pe noapte al hotelului?

Se susține, de asemenea, că costurile variabile reprezintă 50 % din venituri (de exemplu, la p. 18-19 ale raportului 2009). De unde provine estimarea unor marje atât de mari?

Costurile de construcție sunt estimate pe baza unui modul al prețului de referință. Pentru rapoartele 2000 și 2002, sunt alese cifrele corecte. Cu toate acestea, pentru raportul 2009, se utilizează cifrele din 2006. Care este motivul?

4.2. *Primele de risc*

Remarcăm și faptul că rapoartele recunosc că investiția în facilitățile hoteliere este mai riscantă decât investiția în spațiul de birouri (de exemplu, la p. 12 și la p. 26 ale raportului 2000). Totdeauna, autoritățile spaniole au urmărit cu consecvență construcția unui „complex hotelier".

În mod similar, raportul indică faptul că rata de actualizare (*tipo de actualización*) este dată de următoarea formulă (p. 16 a raportului 2000):

i = rata fără risc + prima de risc

Pe aceeași pagină, un tabel prevede primele minime de risc aplicabile. Primele relevante sunt mai mari decât rentabilitatea *ex ante* preconizată a investiției în Ciudad de la Luz.

În cele din urmă, prima de risc utilizată la calculele de la p. 21 din raportul 2000 (10 %) este mai mică decât cea care figurează în tabelul corespunzător de la pagina 16 (11 %).

4.3. *Evaluări credibile*

Pentru a obține o evaluare credibilă a terenului, ar fi trebuit prezentate evaluările a circa 2000 de diverse parcele cu caracteristici similare din punct de vedere al dimensiunii și al locului în care se află (în apropierea complexului industrial *Aguas Amargas*) destinat „utilizării terțiare” și „utilizării în scop hotelier”.