II

(Nelegislatívne akty)

ROZHODNUTIA

ROZHODNUTIE KOMISIE

z 8. mája 2012

o štátnej pomoci SA.22668 [C 8/08 (ex NN 4/08)] poskytnutej Španielskom spoločnosti Ciudad de la Luz SA

[oznámené pod číslom C(2012) 3025]

(Iba španielske znenie je autentické)

(Text s významom pre EHP)

(2013/126/EÚ)

EURÓPSKA KOMISIA,

so zreteľom na Zmluvu o fungovaní Európskej únie, a najmä na jej článok 108 ods. 2 prvý pododsek,

so zreteľom na Dohodu o Európskom hospodárskom priestore, a najmä na jej článok 62 ods. 1 písm. a),

po vyzvaní zainteresovaných strán, aby predložili pripomienky v súlade s uvedenými ustanoveniami [1], a so zreteľom na tieto pripomienky,

keďže:

I. POSTUP

(1) Dňa 22. februára 2007 Komisia dostala sťažnosť týkajúcu sa štátnej pomoci od sťažovateľa A [2] v súvislosti s podporou, ktorú údajne poskytol región Valencia filmovým štúdiám Ciudad de la Luz. 15. marca 2007 sťažovateľ A potvrdil, že jeho sťažnosť môže byť postúpená španielskym orgánom.

(2) Komisia 10. apríla 2007 postúpila úplnú sťažnosť španielskym orgánom a požiadala ich o informácie o údajnej pomoci. Komisii predtým neboli oznámené žiadne opatrenia na podporu kinematografie vo Valencii na účely schválenia štátnej pomoci.

(3) Po podaní žiadosti z 18. apríla 2007 o predĺženie termínu (udelené 24. apríla) španielske orgány odpovedali na žiadosť Komisie o informácie 15. júna 2007.

(4) Dňa 30. apríla 2007 sťažovateľ A poskytol odkazy na články uverejnené na webovej stránke časopisu *Variety*, podľa ktorých sa údajne ponúkajú výrobné dotácie na nakrúcanie filmov vo Valencii a ktoré potvrdzujú, že filmové štúdiá Ciudad de la Luz lákajú vysokorozpočtové filmové produkcie [3].

(5) Dňa 13. júla 2007 Komisia požiadala španielske orgány o ďalšie informácie. Po podaní žiadosti z 18. júla 2007 o predĺženie termínu (udelené 19. apríla) španielske orgány odpovedali na žiadosť Komisie o informácie 8. októbra 2007.

(6) Dňa 15. júla 2007 Komisia dostala sťažnosť od sťažovateľa B [4]. Po získaní súhlasu sťažovateľa Komisia 2. augusta 2007 postúpila jeho sťažnosť španielskym orgánom.

(7) Listom z 13. februára 2008 Komisia informovala španielske orgány, že v súvislosti s uvedenou pomocou sa rozhodla začať konanie podľa článku 108 ods. 2 Zmluvy o fungovaní Európskej únie. Španielsko na to odpovedalo 28. apríla 2008.

(8) Rozhodnutie Komisie začať konanie bolo uverejnené v *Úradnom vestníku Európskej únie* [5]. Komisia vyzvala zainteresované strany, aby predložili svoje pripomienky k tejto pomoci.

([1]) Ú. v. EÚ C 134, 31.5.2008, s. 21.

([2]) Sťažovateľ A je významné európske filmové štúdio. Požiadal, aby jeho totožnosť nebola zverejnená.

([3]) „New Valencia studio offers film rebates“ (Nové štúdio vo Valencii ponúka zľavy na filmy) http://www.variety.com/article/VR1117958591.html?categoryid=19&cs=1; „Polanski's Pompeii takes shape“ (Polanského Pompeje sa začínajú rysovať) http://www.variety.com/article/VR1117963040?refcatid=19&printerfriendly=true.

([4]) Sťažovateľ B je významný aktér v európskom filmovom odvetví. Takisto požiadal, aby jeho totožnosť nebola zverejnená.

([5]) Pozri poznámku pod čiarou č. 1.

(9) Komisia dostala pripomienky zainteresovaných strán a 3. októbra 2008 ich postúpila Španielsku. Pripomienky španielskych orgánov boli prijaté 21. novembra 2008 a 29. decembra 2008.

(10) Po stretnutí Komisie a španielskych orgánov 11. februára 2009 Španielsko poskytlo ďalšie informácie 30. marca 2009.

(11) Dňa 26. augusta 2009 poslala Komisia Španielsku ďalšiu žiadosť o informácie, na ktorú španielske orgány odpovedali 20. októbra 2009, pričom ďalšie informácie poskytli 1. februára 2010.

(12) Dňa 24. mája 2011 poslala Komisia Španielsku ďalšiu žiadosť o informácie, v ktorej informovala Španielsko o vymenovaní nezávislého ekonomického poradcu, spoločnosti Ecorys. Španielsko odpovedalo 7. júna 2011. Komisia odpovedala Španielsku 22. júla 2011.

(13) Dňa 1. augusta 2011 Komisia poslala Španielsku svoju poslednú žiadosť o informácie vrátane správy spoločnosti Ecorys. 3. októbra 2011 Španielsko predložilo svoje pripomienky k správe spoločnosti Ecorys. 11. apríla 2012 Španielsko poskytlo ďalšie údaje o verejnej investícii do spoločnosti Ciudad de la Luz SAU.

II. **PODROBNÝ OPIS**

(14) Ciudad de la Luz je veľký komplex filmových štúdií v tesnej blízkosti mesta Alicante (Valencia). 24. októbra 2000 regionálna vláda Valencie (Generalitat Valenciana) prijala rozhodnutie investovať do projektu Ciudad de la Luz.

(15) Spoločnosť Ciudad de la Luz SA bola založená 2. novembra 2000. Jej cieľom bolo vykonávať potrebné činnosti súvisiace s propagáciou, organizáciou a riadením stavby „Ciudad de la Luz" vrátane výstavby, riadenia a prevádzkovania audiovizuálnych a kinematografických zariadení, ako aj iné súvisiace činnosti v oblasti voľného času a ubytovania.

(16) Z pôvodného akciového kapitálu spoločnosti Ciudad de la Luz SA vo výške 600 000 EUR vlastnila podiel vo výške 75 % spoločnosť Parque Temático de Alicante SAU, z ktorej sa neskôr stala spoločnosť Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (SPTCV). Spoločnosť SPTCV je verejný subjekt, ktorý vykonáva investičnú činnosť v mene regionálnej vlády Valencie. Zvyšných 25 % patrilo súkromnej spoločnosti Producciones Aguamarga SL, ktorá bola zodpovedná za ostatné stavebné práce, propagáciu spoločnosti Ciudad de la Luz a riadenie štúdií.

(17) V novembri 2001 sa akciový kapitál zvýšil na 9 miliónov EUR, pričom spoločnosť SPTCV odkúpila všetky ďalšie akcie a zvýšila tak svoju kapitálovú účasť na 98,4 %. Spoločnosť SPTCV ďalej zvýšila svoju kapitálovú účasť vo februári 2003 a v máji 2004 prostredníctvom podobných nákupov nového akciového kapitálu. Spoločnosť Producciones Aguamarga v júli 2004 predala svoj podiel 0,2 % v spoločnosti Ciudad de la Luz SA ([6]) spoločnosti SPTCV (za 139 059 EUR). Regionálna vláda Valencie odvtedy prostredníctvom spoločnosti SPTCV vlastní 100 % akciového kapitálu spoločnosti Ciudad de la Luz SAU. Spoločnosť Ciudad de la Luz SAU je odvtedy verejným podnikom, ktorý je v úplnom vlastníctve spoločnosti SPTCV a podlieha verejnému právu, pokiaľ ide o verejné obstarávanie a finančný dohľad. Spoločnosť Producciones Aguamarga však aj naďalej riadila filmové štúdiá Ciudad de la Luz.

(18) Komplex filmových štúdií bol otvorený na účely nakrúcania filmov v auguste 2005. Tento komplex bol navrhnutý tak, aby pojal aj tie najväčšie filmové produkcie, pričom výstavba sa začala v roku 2002 a bola rozdelená na tri fázy:

— Fáza 1 (dokončená): 6 klimatizovaných zvukotesných hál s kombinovanou plochou s rozlohou 11 000 m^2, podporné produkčné budovy, 15 052 m^2 dielní/skladov a 2 vonkajšie filmové priestory (zadné dvory) s celkovou rozlohou 14 hektárov.

— Fáza 2 (dokončená po začatí konania vo veci formálneho zisťovania): stravovacie zariadenia, administratívna budova, postprodukčné laboratórium a tretí vonkajší filmový priestor (zadný dvor) s rozlohou 5 hektárov s filmárskou vodnou nádržou.

— Fáza 2B (práce sa ešte nezačali): veľká hlboká vodná nádrž s prirodzeným horizontom.

— Fáza 3 (práce sa ešte nezačali): zvukotesná hala s rozlohou 5 000 m^2 (má byť najväčšia na svete), ďalší zadný dvor a 4 televízne štúdiá.

(19) V komplexe štúdií sa nachádza aj vysoká škola zameraná na audiovizuálnu tvorbu (film, televízia, rádio, internet), ktorá ponúka magisterské štúdium vo všetkých oblastiach tvorby (umelecké smery, technický marketing, komunikácia). Pôvodné plány z roku 2000 zahŕňali ďalšie investície do priľahlých nákupných centier, hotelov a športového komplexu, ktoré mali vytvárať pozitívne peňažné

([6]) Prevodom kapitálu 7. októbra 2004 sa zo spoločnosti Ciudad de la Luz SA stala spoločnosť Ciudad de la Luz SAU, teda spoločnosť s jediným akcionárom (sociedad anónima unipersonal), ktorej všetok akciový kapitál vlastnila spoločnosť SPTCV.

toky pre projekt, ale doteraz neboli vybudované. Hoci potrebný pozemok poskytla regionálna vláda v roku 2004 a v roku 2005 boli uverejnené výzvy na predkladanie ponúk na prevádzku týchto podnikov na základe koncesie, ponuky neboli dostatočne atraktívne a ďalšie investície sa už neuskutočnili.

(20) Prostredníctvom niektorých aspektov svojich moderných zariadení získali štúdiá Ciudad de la Luz výraznú výhodu v porovnaní s obmedzeným počtom konkurenčných veľkých filmových štúdií v Európe, pokiaľ ide o kapacitu pre vysokorozpočtové filmy. Napríklad zvukotesná hala s rozlohou 5 000 m^2, ktorá sa pôvodne plánovala postaviť v Ciudad de la Luz, by bola najväčšou na svete ([7]). Komisia konštatuje, že o veľké zvukotesné haly majú záujem len veľké filmové produkcie.

(21) Až donedávna štúdio spravovala spoločnosť Aguamarga Gestión de Estudios SL, ktorá pôsobila ako zástupca filmového štúdia za odmenu na základe viacročnej zmluvy o výkone správy s akcionárom.

Verejné investície spoločnosti SPTCV a podnikateľské plány spoločnosti Ciudad de la Luz

(22) Pred začiatkom stavebných prác v rokoch 1999 – 2000 poradcovia tretej strany analyzovali uskutočniteľnosť, rozsah a strategické usmernenia rozvoja projektu Ciudad de la Luz v štyroch štúdiách, ktoré Španielsko predložilo v priebehu konania vo veci formálneho zisťovania.

(23) V týchto štúdiách sa skúmal potenciál rastu počtu filmových produkcií ([8]), porovnávali sa v nich alternatívne lokality na vybudovanie filmových štúdií v regióne Valencia ([9]) a nachádzala sa v nich predbežná analýza ([10]) a podnikateľský plán ([11]) pre komplex filmových štúdií. Španielske orgány nepredložili tieto štúdie pred rozhodnutím Komisie začať konanie vo veci formálneho zisťovania týkajúceho sa štátnej pomoci v súvislosti s projektom. Údaje v rozhodnutí o začatí konania z 22. februára 2008 pochádzali zo štúdie (spoločnosti Consultia), ktorá – ako španielske orgány informovali Komisiu – sa uskutočnila v roku 2002. Po rozhodnutí o začatí konania však Španielsko následne informovalo Komisiu, že táto štúdia sa uskutočnila v roku 2004.

(24) Závery podnikateľského plánu z roku 2000, ktorý vypracoval Arthur Andersen ([12]), boli pozitívne, a to vrátane perspektívy ziskovosti v strednodobom až dlhodobom horizonte. Pozitívne peňažné toky projektu filmových štúdií boli zdokumentované za päťročné obdobie (2002 – 2006) po dokončení výstavby budov štúdia, konferenčnej sály a školy filmovej a televíznej techniky.

(25) Náklady na výstavbu sa v týchto fázach odhadovali na 16,9 miliardy pesiet (101,7 milióna EUR). Náklady na pozemky sa nezapočítavali a v podnikateľskom pláne sa uvádzalo, že rozpočet sa môže pohybovať v rozmedzí +/– 30 %. Náklady na nasledujúce fázy dokončenia projektu neboli vyčíslené.

(26) Na základe tohto podnikateľského plánu spoločnosť SPTCV v období rokov 2000 – 2004 uskutočnila investície alebo sa zaviazala k investíciám v Ciudad de la Luz prostredníctvom zvýšenia akciového kapitálu a pozemkov v celkovej sume 104 259 759 EUR. Podrobnosti sa nachádzajú v odôvodnení 53.

(27) Keďže výstavba trvala o dva roky dlhšie, ako sa očakávalo, a harmonogram investícií sa zmenil takým spôsobom, že investície sa výrazne zvýšili, v roku 2004 si spoločnosť Ciudad de la Luz/SPTCV nechala od spoločnosti Consultia vypracovať novú štúdiu a podnikateľský plán ([13]). Štúdia spoločnosti Consultia dospela takisto k pozitívnemu záveru, pokiaľ ide o ziskovosť projektu, pričom podnikateľský plán na obdobie rokov 2004 – 2014 udával pozitívnu návratnosť investície spoločnosti SPTCV do roku 2014 a v dlhodobom horizonte.

(28) Podiel v spoločnosti Ciudad de la Luz SA, ktorý vlastnila spoločnosť Producciones Aguamarga SL, odkúpila spoločnosť SPTCV v júli 2004 za 139 059 EUR. Na rozdiel od spoločnosti SPTCV spoločnosť Producciones Aguamarga SL neuskutočnila žiadne ďalšie investície do spoločnosti Ciudad de la Luz SA po svojej pôvodnej investícii vo výške 150 000 EUR v novembri 2000. V čase, keď spoločnosť SPTCV získala spoločnosť Ciudad de la Luz SA, teda podiel spoločnosti Producciones Aguamarga SL v spoločnosti Ciudad de la Luz SA klesol na 0,2 %. Spoločnosť sa po tejto transakcii dostala do úplného vlastníctva štátu a stala sa z nej spoločnosť Ciudad de la Luz SAU.

([7]) Zdroj: článok v časopise *Hollywood Reporter* „Let there be light" (Buď svetlo) – 31. októbra 2006: http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371.

([8]) Príloha I k odpovedi Španielska z 28. apríla 2008: „La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento" (*Estudios e Investigationes Audiovisuales* – január 1999).

([9]) Príloha IV k odpovedi Španielska z 28. apríla 2008: „Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana – zhrnutie" (PriceWaterhouseCoopers – 30. januára 2000).

([10]) Príloha II k odpovedi Španielska z 28. apríla 2008: „Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana – Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto" (Arthur Andersen – bez dátumu).

([11]) Príloha III k odpovedi Španielska z 28. apríla 2008: „Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana" (Arthur Andersen – bez dátumu).

([12]) Pozri poznámku pod čiarou č. 10.

([13]) Príloha VI k odpovedi Španielska z 28. apríla 2008: „Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004 – 2014" (Consultia IT – 7. mája 2004).

(29) Na základe upraveného pracovného harmonogramu a podnikateľského plánu spoločnosť SPTCV ako jediný akcionár poskytla dve pôžičky s účasťou na zisku vo výške 95 miliónov EUR v roku 2005 a 20 miliónov EUR v roku 2007. V účtovníctve spoločnosti Ciudad de la Luz SAU k 31. decembru 2010, ktoré sprístupnili španielske orgány v apríli 2012, je vykázané, že spoločnosť SPTCV investovala v období rokov 2008 – 2010 celkovo 45 829 840 EUR formou prevoditeľných požičaných cenných papierov. V rámci tohto účtovníctva sa tiež uvádza, že spoločnosť SPTCV dostávala v rokoch 2009 a 2010 úroky z pôžičiek s účasťou na zisku z rokov 2005 a 2007 v celkovej výške 7 222 160 EUR. Okrem toho sa k 31. decembru 2010 nazhromaždili nevyplatené úroky z prevoditeľných požičaných cenných papierov vo výške 1 814 187 EUR. Výška verejných finančných prostriedkov, ktoré spoločnosť SPTCV investovala do spoločnosti Ciudad de la Luz vrátane nevyplatených úrokov z poskytnutých pôžičiek, teda ku koncu roka 2010 predstavovala 274 125 946 EUR.

Obchodná stratégia a podnikateľské výsledky spoločnosti Ciudad de la Luz

(30) V podnikateľskom pláne z roku 2000 bolo cieľom spoločnosti Ciudad de la Luz stať sa komplexom štúdií s druhou najväčšou kapacitou v Európe (po Pinewoode) a prilákať španielske produkčné spoločnosti (zamerané na filmy, televíziu a reklamy), pričom doplnkovým cieľom bolo šestnásť zahraničných (pochádzajúcich z EÚ a Spojených štátov) filmových produkcií ročne. V revidovanom podnikateľskom pláne z roku 2004 sa konštatuje, že jedným zo strategických cieľov spoločnosti Ciudad de la Luz by malo byť, aby sa jej hlavnými klientmi stali veľké filmové a televízne produkčné spoločnosti.

(31) V podnikateľskom pláne z roku 2004 sa za hlavných medzinárodných konkurentov spoločnosti Ciudad de la Luz považovali veľké štúdiá mimo Spojených štátov, a to najmä tie, ktoré majú podobné charakteristiky ako Ciudad de la Luz, konkrétne Pinewood-Shepperton (Spojené kráľovstvo), Cinecitta (Taliansko), Barrandov (Česká republika), Babelsberg (Nemecko), Cinecite Montreal & Lions Gate (Kanada) a Warner Roadshow & Fox (Austrália).

(32) V pôvodnom podnikateľskom pláne z roku 2000 sa plánované sadzby pre služby štúdia (napr. prenájom zadných dvorov, dielne) odhadovali v rozsahu sadzieb uplatňovaných porovnateľnými štúdiami v EÚ (t. j. Shepperton a Elstree v Spojenom kráľovstve, Babelsberg v Nemecku). V revidovanom podnikateľskom pláne z roku 2004 je predstavený aj strategický cenový model s odkazom na sadzby uplatňované štúdiami s medzinárodnou povesťou, pričom ceny sú približne o 15 – 20 % nižšie ako v prípade stabilných lídrov (v Spojených štátoch a Pinewood v Spojenom kráľovstve), ale o 50 – 100 % vyššie ako v prípade štúdií v EÚ (Barrandov v Českej republike a Babelsberg v Nemecku).

(33) Domáce a medzinárodné ciele podnikateľskej stratégie spoločnosti Ciudad de la Luz sa v praxi nenaplnili. Z 33 filmov nakrútených v Ciudad de la Luz v období rokov 2005 – 2009 je 28 španielskych produkcií a len 5 koprodukcií v rámci EÚ (Grécko, Francúzsko). S výnimkou príležitostných úspechov v podobe veľkých európskych koprodukcií, ako bol film *Asterix a Olympijské hry* a naposledy jedna americko-španielska koprodukcia, predstavujú filmy nakrútené v Ciudad de la Luz od otvorenia v auguste 2005 najmä domáce španielske produkcie.

(34) Napriek vyhliadkam uvedeným v podnikateľskom pláne z roku 2004, v ktorom bol rok 2010 stanovený ako prvý rok (skromných) pozitívnych prevádzkových výsledkov, bola komerčná prevádzka filmových štúdií Ciudad de la Luz doteraz stratová. Spoločnosť Ciudad de la Luz mala ku koncu roka 2010 kumulované straty vo výške 84 miliónov EUR v porovnaní s kumulovanými ziskami vo výške 12 miliónov EUR, ktoré sa k rovnakému dátumu predpokladali v podnikateľskom pláne z roku 2004. V porovnaní s uvedenými štúdiami spoločnosť Ciudad de la Luz doteraz nedokázala prilákať plánovaný počet nešpanielskych produkcií a i v prípade dopytu zo Španielska sú výsledky slabšie, ako sa očakávalo. Prevádzkové straty sú takisto vyššie, ako sa očakávalo.

Dôvody začatia konania

(35) Zisťovanie Komisie podnietila v roku 2007 sťažnosť od sťažovateľa A, ako aj následná sťažnosť od sťažovateľa B, pričom obaja sťažovatelia sú významní aktéri vo filmovom odvetví v rôznych členských štátoch. Sťažnosti sa týkali údajnej nelegálnej štátnej pomoci pri verejnom financovaní spoločnosti Ciudad de la Luz a najmä systému stimulov pre konkrétne filmy poskytovaných spoločnosťou Ciudad de la Luz.

(36) Ako už bolo uvedené, v čase, keď vo februári 2008 Komisia začala konanie vo veci formálneho zisťovania, bol jediným základom investičného rozhodnutia, ktoré prijali španielske orgány, podnikateľský plán spoločnosti Consultia, ktorý bol údajne vypracovaný v roku 2002. Po predbežnom posúdení Komisia vyjadrila vážne pochybnosti v súvislosti s tým, že by trhový investor investoval za rovnakých podmienok a v rovnakom rozsahu ako regionálna vláda Valencie.

(37) Pokiaľ ide o možnú zlučiteľnosť pomoci, Komisia nemala žiadne informácie, na základe ktorých by mohla overiť, či boli splnené podmienky usmernení o regionálnej pomoci platné v tom čase (2000 – 2004) pre región Valencia. Komisia vyjadrila pochybnosti aj o tom, že by bolo možné uplatniť výnimku týkajúcu sa pomoci na podporu

kultúry uvedenú v článku 107 ods. 3 písm. d) zmluvy, keďže filmové štúdiá Ciudad de la Luz nepodporovali kultúru ani zachovanie kultúrneho dedičstva, mohli sa využívať na všetky druhy audiovizuálnych diel vrátane reklám a konkurovali iným prevádzkovateľom s cieľom prilákať komerčné produkcie.

(38) Komisia tiež zaznamenala možnú štátnu pomoc v rámci systému stimulov na nakrúcanie v štúdiách Ciudad de la Luz a označila príslušných filmových producentov za príjemcov. Stimuly pre konkrétne filmy boli zamerané na konkrétne činnosti na konkrétnom mieste na základe neznámych kritérií, takže nespĺňali pravidlá stanovené v oznámení Komisie o kinematografii.

III. PRIPOMIENKY ZAINTERESOVANÝCH STRÁN

(39) Komisia dostala pripomienky celkovo od desiatich zainteresovaných strán. Štyri z nich aktívne podnikajú v odvetví využívania filmových štúdií v členských štátoch iných než Španielsko (sťažovateľ A, sťažovateľ B, Barrandov Studio a Mediterranean Film Studios Limited), päť pôsobí v španielskom filmovom odvetví (Federación de Asociaciones de Productores Audiovisuales Españoles – FAPAE, Associacio de directors de cinema valencians, Empreses audiovisuals valencianes federades – EAVf, združenie Productors audiovisuals valencians a Sociedad Proyectos Tematicos de la Comunidad Valenciana – SPTCV SAU) a jedna bola vnútroštátnym orgánom pre financovanie a politiku v oblasti kinematografie (UK Film Council).

Pripomienky aktívnych filmových štúdií

(40) Sťažovateľ B vo svojom dôvernom podaní z 25. júna 2008 vyjadril obavy v súvislosti s pomocou, prostredníctvom ktorej sa spoločnosť Ciudad de la Luz rozvíjala a prostredníctvom ktorej pôsobí aj v súčasnosti. Sťažovateľ tvrdí, že opatrenia, ktoré Komisia prijala v rámci začatia konania, sú dôležité pre jeho spoločnosť a celé odvetvie.

(41) Sťažovateľ A vo svojom podaní dôverného charakteru z 30. júna 2008 obmedzil svoje pripomienky k podrobnému zisťovaniu na štyri otázky: i) náklady na financovanie štúdií; ii) prístup k financovaniu „začínajúcich podnikov"; iii) ocenenie majetku pri konečnom predaji a iv) iné stimuly poskytnuté spoločnosťou Ciudad de la Luz. Podľa jeho názoru „by súkromný investor považoval dokonca i zavedené a ziskové štúdio za minimálne stredne rizikovú investíciu […]. Vychádza to zo skutočnosti, že hoci je štúdio kryté aktívami […], jeho pomer fixných nákladov k variabilným nákladom bude pravdepodobne vysoký, takže zisky sa ťažko predpovedajú. Ďalšiu neistotu spôsobujú faktory ako cyklický charakter vývoja odvetvia filmovej produkcie".

(42) Podľa sťažovateľa A môžu primerané vážené priemerné kapitálové náklady (weighted average cost of capital – WACC) pre zavedené štúdio predstavovať približne 15 %, hoci „návratnosť očakávaná investormi súkromného kapitálu [sťažovateľa A] bola ešte vyššia". Začínajúce štúdio by súkromný investor považoval za „stredne-rizikové až vysokorizikové, a preto by očakával podstatne vyššiu návratnosť svojich investícií (hoci by toleroval určité obdobie do dosiahnutia ziskovosti). Vzhľadom na to, že začínajúce podniky majú zvyčajne obmedzené (ak vôbec nejaké) možnosti požičať si z tradičných zdrojov, vážené priemerné kapitálové náklady sa pre začínajúci podnik vo všeobecnosti zvyšujú v dôsledku potreby vyššej kapitálovej návratnosti a nemožnosti využitia nízkonákladového zadlženia".

(43) Hodnotu majetku pri konečnom predaji spoločnosti Ciudad de la Luz uvedenú v rozhodnutí o začatí konania považuje sťažovateľ A za nerealistickú. Tvrdí tiež, že súkromný investor by vo všeobecnosti považoval za nezvyčajné, aby bol násobok príjmov pred zaplatením úrokov a zdanením vo výške viac než 12 – 15 dobrým parametrom na účely ocenenia.

(44) Sťažovateľ A napokon uviedol, že sa zdá, že stimuly poskytované na prilákanie produkcií účinne dotujú náklady filmových produkčných spoločností na zabezpečenie kvalifikovaného technického a podporného personálu, ktorý údajne v regióne Valencia chýba. Sťažovateľ A sa domnieva, že stimuly majú vážny negatívny vplyv na hospodársku súťaž, pretože bez nich by bolo pre štúdiá náročnejšie prilákať filmové produkcie.

(45) Spoločnosť Barrandov Studio vo svojom pôvodnom podaní z 25. júna 2008 zdôraznila, že údajná pomoc narúša príslušný trh a znevýhodňuje iných konkurentov, a vzhľadom na zložitosť prípadu požiadala o dodatočné časové obdobie na predloženie ďalších pripomienok. Komisia dostala tieto pripomienky 15. septembra 2008. Spoločnosť Barrandov Studio sa stotožňuje s dôvodmi sťažnosti, ktoré uviedol sťažovateľ A, a zdôrazňuje, že veľkosť a počet zvukotesných hál nasvedčujú tomu, že

Ciudad de la Luz sa zameriava skôr na vysokorozpočtové americké filmy než na španielske filmy. Nízka hustota filmových odborníkov a infraštruktúry v Alicante v porovnaní s Madridom alebo Barcelonou nenasvedčuje logickému výberu lokality. Pokiaľ ide o stratégiu, investor do filmového štúdia by rozdelil svoju klientelu na miestnych klientov poskytujúcich stabilný príjem a zahraničných klientov zameraných na veľké zahraničné produkcie. Spoločnosť Ciudad de la Luz prijala opačnú stratégiu založenú na poskytovaní služieb štúdia za extrémne nízke ceny, ktoré nezohľadňujú náklady na založenie podniku. Navyše vzhľadom na neistotu vyplývajúcu z náročnosti predpovedania tržieb v tomto odvetví za hranicou 3 – 5 rokov by súkromný investor žiadal omnoho rýchlejšiu návratnosť. Podľa názoru štúdia Barrandov toto tvrdenie podporuje aj podnikateľský plán dôverného charakteru ilustrujúci jeho nedávne investície do nových štúdií, ktoré predpokladajú čistý príjem od druhého roku prevádzky a obdobie návratnosti kratšie ako 8 rokov. Barrandov takisto nevidí žiadne racionálne vysvetlenie výšky zisku (341 miliónov EUR), ktorý očakávajú španielske orgány do roku 2014.

(46) Spoločnosť Mediterranean Film Studios Limited vo svojom podaní z 27. júna 2008 obmedzila svoje pripomienky na otázku vodných nádrží, ktorých výstavbu oznámila spoločnosť Ciudad de la Luz. Spoločnosť tvrdí, že jej vlastné vodné nádrže sú v Európe jedinečné a sú porovnateľné iba s nádržami spoločnosti Fox v Baja California (Mexiko). Vzhľadom na nízku ročnú mieru obsadenosti svojich nádrží spoločnosť tvrdí, že podľa jej názoru a podľa konsenzuálneho názoru v rámci odvetvia už v stredomorskej oblasti alebo v Európe existuje dostatočná kapacita pre filmárske vodné nádrže.

Pripomienky strán pôsobiacich v španielskom filmovom odvetví

(47) Organizácia Federacion de asociaciones de productores audiovisuales espanoles (FAPAE) vo svojich pripomienkach z 30. júna 2008 usudzuje, že spoločnosť Ciudad de la Luz priniesla na trh s veľkými produkčnými zariadeniami vyššiu konkurenciu a že sťažovatelia si chcú jednoducho zachovať svoje postavenie na trhu, a preto bránia vstupu konkurentov ponúkajúcich dôveryhodnú alternatívu z hľadiska služieb a rozumnej ceny k ich štúdiám, ktoré ovládajú európsky trh. Organizácia FAPAE tiež tvrdí, že štúdiá ako Barrandov, Cinecittà, Babelsberg alebo Mafilms dosiahli svoje postavenie na trhu a dobré meno vďaka verejnej podpore v rôznych formách vrátane verejnej účasti na akciovom kapitále. Zo všeobecnejšieho hľadiska organizácia FAPAE zdôrazňuje, že silná verejná intervencia do tohto odvetvia je odôvodnená zachovaním kultúrnej rozmanitosti. Predovšetkým ide o to, že spoločnosť Ciudad de la Luz údajne poskytuje španielskemu produkčnému odvetviu priamo v Španielsku sofistikované a moderné služby, ktoré by sa inak museli získavať v zahraničí za vyššiu cenu. Na vyvrátenie tvrdenia, že spoločnosť Ciudad de la Luz sa zameriava na superprodukcie, organizácia FAPAE uvádza, že spoločnosť Ciudad de la Luz je veľkým prínosom pre nízkorozpočtové španielske produkcie a zameriava sa na národnú alebo miestnu kultúru, čím prispieva k cieľom v oblasti kultúry stanoveným v pôvodnom článku 87 ods. 3 písm. d) [teraz článok 107 ods. 3 písm. d)]. Pripomienky organizácie Empreses audiovisuals valencianes federades (EAVf) z 21. mája 2008 a pripomienky združenia Productors audiovisuals valencians zo 16. mája 2008 sa do veľkej miery, niekedy doslova, zhodujú s pripomienkami organizácie FAPAE.

(48) Združenie Associaciò de directors de cinema valencians vo svojich pripomienkach z 5. júna 2008 zdôrazňuje, že americký filmový priemysel svojou prevahou marginalizuje európske produkcie prostredníctvom rôznych údajne škodlivých postupov. Podľa názoru združenia sú potrebné nápravné opatrenia, aby mu európska kultúrna tvorba mohla konkurovať za rovnakých podmienok. Združenie tvrdí, že verejná intervencia v spoločnosti Ciudad de la Luz je v tomto ohľade úplne opodstatnená, prospieva európskej, španielskej aj valencijskej tvorbe a prispieva k ochrane ich kultúrnej identity.

(49) Pripomienky spoločnosti Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (100 % vlastník spoločnosti Ciudad de la Luz SAU, ktorého vlastníkom je Comunidad Valenciana) z 23. júna 2008 v podstate opakujú rovnaké podporné argumenty a vychádzajú z dôkazov, ktoré uviedlo Španielsko. Osobitnú pozornosť venujú vo svojich pripomienkach okrem iného týmto aspektom: po prvé, skutočnosť, že súkromný investor čiastočne financoval projekt pri jeho vzniku v roku 2000 na základe dostupných štúdií, poukazuje na to, že investícia verejných orgánov sa riadila logikou súkromného investora. V oboch štúdiách z roku 2000 aj 2004 sa dospelo bez akýchkoľvek výhrad k záveru, že projekt je ziskový. Po druhé, stimuly poskytnuté konkrétnym filmom sú v prípade nového podniku z komerčného hľadiska opodstatnené a boli poskytnuté ako „sponzorská zmluva“ výmenou za propagačné činnosti s návratnosťou vo forme dobrého mena štúdií, pričom zároveň majú spúšťací účinok na výdavky príjemcov na reklamu. V štúdii uskutočnenej v tejto súvislosti sa odhaduje, že ekonomická návratnosť sponzorských zmlúv bude pre spoločnosť Ciudad de la Luz […] (*) miliónov EUR.

(*) Údaje, ktoré sú dôverné, sú označené v texte rozhodnutia […].

Pripomienky vnútroštátnych orgánov pre financovanie kinematografie

(50) Organizácia UK Film Council vo svojom liste z 25. júna 2008 tvrdí, že rozhodnutie začať konanie vo veci formálneho zisťovania je opodstatnené.

IV. **PRIPOMIENKY ŠPANIELSKA**

(51) Po začatí konania vo veci formálneho zisťovania španielske orgány uviedli, že pôvodné investičné rozhodnutie bolo založené na podnikateľskom pláne vypracovanom v roku 2000 a nie na podnikateľskom pláne, ktorý predložili predtým. Tento podnikateľský plán bol súčasťou štúdie uskutočnenej v roku 2004, nie v roku 2002, ako španielske orgány predtým informovali Komisiu.

(52) Do začiatku realizácie štúdie v roku 2004 už bolo do projektu investovaných viac než 90 miliónov EUR. V tejto súvislosti španielske orgány tvrdia, že boli prijaté dve investičné rozhodnutia: jedno v roku 2000, ktoré sa týkalo prvej fázy projektu, a jedno v roku 2004, ktoré sa týkalo plánovaného rozšírenia.

(53) Časový harmonogram investícií do projektu Ciudad de la Luz, ktorý španielske orgány naposledy aktualizovali v apríli 2012, bol takýto:

Dátum	Opis	Verejná investícia (v EUR)
24. 10. 2000	Región Valencia prijíma rozhodnutie vybudovať filmové štúdiá Ciudad de la Luz.	—
2. 11. 2000	Zakladá sa spoločnosť Ciudad de la Luz SA (ktorú zo 75 % vlastní spoločnosť Parque Temático de Alicante SAU a z 25 % spoločnosť Producciones Aguamarga SL).	450 000 (75 % zo 600 000)
21. 11. 2001	Spoločnosť Parque Temático de Alicante SAU jednostranne investuje do spoločnosti Ciudad de la Luz SA s cieľom zvýšiť jej kapitál o 9 miliónov EUR (zvyšuje svoj podiel na 98,4 %).	9 000 000
6. 2. 2003	Spoločnosť Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU [1] jednostranne investuje do spoločnosti Ciudad de la Luz SA s cieľom zvýšiť jej kapitál o 30 miliónov EUR (zvyšuje svoj podiel na 99,6 %).	30 000 000
4. 5. 2004	Spoločnosť Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU jednostranne investuje do spoločnosti Ciudad de la Luz SA s cieľom zvýšiť jej kapitál o 54 870 660 EUR (zvyšuje svoj podiel na 99,8 %).	54 870 660
23. 7. 2004	Spoločnosť Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU získava 0,2 % podiel v spoločnosti Ciudad de la Luz SA, ktorý vlastnila spoločnosť Producciones Aguamarga SL (s nominálnou hodnotou 150 000 EUR) za 139 059 EUR (zvyšuje svoj podiel v spoločnosti Ciudad de la Luz SA na 100 %).	139 059
9. 3. 2005	Spoločnosť Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU postupuje pozemok, na ktorom sa stavajú štúdiá, spoločnosti Ciudad de la Luz SA, čím zvyšuje jej vlastný kapitál o 9 800 040 EUR (hoci pozemok bol v účtovníctve spoločnosti Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU ohodnotený na 1 030 856 EUR). Pred týmto dátumom už vláda Valencie v súvislosti s projektom udelila povolenie na výstavbu štúdií na danom mieste.	9 800 040
Leto 2005	Spoločnosť Ciudad de la Luz SA začína svoju činnosť ako filmové štúdio.	—
28. 4. 2005	Pôžička s účasťou na zisku vo výške 95 miliónov EUR.	95 000 000
26. 12. 2007	Pôžička s účasťou na zisku vo výške 20 miliónov EUR.	20 000 000
30. 6. 2008	Prevoditeľné požičané cenné papiere vydané s možnosťou previesť pôžičku na akcie pred 31. decembrom 2008.	10 000 000

Dátum	Opis	Verejná investícia (v EUR)
2. 1. 2009	Prevoditeľné požičané cenné papiere vydané s možnosťou previesť pôžičku na akcie pred 30. júnom 2009.	10 000 000
17. 3. 2009	Prevoditeľné požičané cenné papiere schválené do sumy 30 miliónov EUR s možnosťou previesť pôžičku na akcie pred 30. decembrom 2009.	25 829 840
31. 12. 2010	Nevyplatené úroky z pôžičiek s účasťou na zisku v rokoch 2009 a 2010.	7 222 160
31. 12. 2010	Nevyplatené úroky z neprevedených pôžičiek v rokoch 2009 a 2010.	1 814 187
	Celkovo	274 125 946

([1]) Predtým známa ako Sociedad Parque Temático de Alicante, SAU.

(54) Španielske orgány sa vo svojich odpovediach snažili preukázať, že investícia nie je štátna pomoc, pretože trhový investor by do projektu investoval za rovnakých podmienok (s uplatnením zásady investora v trhovom hospodárstve). Na podporu tohto tvrdenia poskytli správy ekonomickej poradenskej firmy LECG.

(55) Španielsko tvrdilo, že aj keby Komisia usúdila, že minimálne časť investície predstavovala štátnu pomoc, všetky filmy nakrútené v Ciudad de la Luz spĺňali kultúrne kritériá stimulov pre kinematografiu vo Valencii, ktoré Komisia schválila v apríli 2008, decembri 2008 a júli 2009 ([14]). Podľa Španielska možno výnimku týkajúcu sa podpory kultúry uvedenú v článku 107 ods. 3 písm. d) ZFEÚ uplatniť aj na investičnú pomoc v dodávateľských a odberateľských odvetviach produkcie filmov.

(56) Španielsko tiež konštatuje, že na akúkoľvek pomoc obsiahnutú vo verejnom financovaní spoločnosti Ciudad de la Luz a v stimuloch ponúkaných filmom sa treba pozerať z hľadiska rušivých vplyvov vnútroštátnych schém pomoci na podporu kinematografie schválených Komisiou v iných členských štátoch, ktoré lákajú veľké filmové produkcie ku konkurentom spoločnosti Ciudad de la Luz ([15]).

(57) Španielsko ďalej tvrdí, že usmernenia o regionálnej pomoci platné v tom čase (1998) by pre tento investičný projekt umožnili intenzitu pomoci vo výške 36 %. Splnené by boli aj dodatočné podmienky stanovené neskôr v multisektorálnom rámci pre veľké investičné projekty s menej než 25 % podielom na trhu a 5 % nárastom kapacity na trhu z roku 2002.

(58) Španielsko poskytlo druhú správu od spoločnosti LECG, v ktorej bola kritizovaná analýza podnikateľského plánu z roku 2004 vypracovaná útvarmi Komisie. Spoločnosť LECG kritizovala analýzu útvarov Komisie a poskytla alternatívne hodnoty údajov a rizikových faktorov, ako aj spätné ocenenie pozemku, na ktorom boli postavené filmové štúdiá Ciudad de la Luz.

(59) V druhej ekonomickej analýze útvary Komisie preskúmali podnikateľský plán z roku 2000 a spätné ocenenie pozemku, ktoré poskytlo Španielsko. Nezávislá poradenská firma okrem toho na žiadosť Komisie uskutočnila nezávislé ekonomické posúdenie testu zásady investora v trhovom hospodárstve. Táto nezávislá správa bola poslaná španielskym orgánom 30. septembra 2011.

(60) Španielske orgány zopakovali svoj názor zo svojich pripomienok k rozhodnutiu o začatí konania, že perspektíva ziskovosti filmových štúdií Ciudad de la Luz by sa mala porovnávať s ich hlavnými konkurentmi v odvetví filmových štúdií v EÚ (napr. so štúdiami Babelsberg, Pinewood) a nie s diverzifikovanými americkými audiovizuálnymi konglomerátmi (Time Warner, Disney) ([16]), ako to robí spoločnosť Ecorys ([17]). Španielske orgány trvajú na tom, že toto porovnávanie by malo vychádzať z verejne dostupných informácií (napr. Bloomberg) z obdobia prijatia ich investičného rozhodnutia (t. j. z rokov 2000 a 2004, nie 2008). Na záver tiež tvrdia,

([14]) Rozhodnutia o štátnej pomoci N379/07 (2.4.2008), N309/08 (15.12.2008) a N108/09 (30.7.2009).

([15]) Vnútroštátna dotácia môže dosiahnuť 24 % nákladov na produkciu v Spojenom kráľovstve a 20 % v Nemecku. Súťažou v dotáciách medzi vnútroštátnymi schémami pomoci na podporu kinematografie s cieľom prilákať súkromné investície veľkých filmových produkcií sa zaoberá Komisia vo svojom preskúmaní oznámenia o kinematografii.

([16]) Spoločnosť Ecorys však do porovnávania zahrnula aj európske štúdiá Babelsberg spolu s inými svetovými spoločnosťami.

([17]) Ekonomická poradenská firma Ecorys vypracovala nezávislú štúdiu týkajúcu sa tohto prípadu. Podrobnosti sa nachádzajú v časti V.

že platnosť záverov štúdie spoločnosti Ecorys je spochybnená množstvom nepochopení alebo technických nedostatkov ([18]). Španielske orgány vyhlásili, že ak by sa tieto nedostatky napravili a vykonalo sa primerané porovnanie s konkurentmi, perspektíva ziskovosti uvedená v investičnom rozhodnutí na základe dôkazov dostupných v tom čase by spĺňala požiadavky testu zásady investora v trhovom hospodárstve (market economy investor principle – MEIP).

V. **POSÚDENIE POMOCI**

(61) Podľa článku 107 ods. 1 ZFEÚ „pomoc poskytovaná v akejkoľvek forme členským štátom alebo zo štátnych prostriedkov, ktorá narúša hospodársku súťaž alebo hrozí narušením hospodárskej súťaže tým, že zvýhodňuje určitých podnikateľov alebo výrobu určitých druhov tovaru, je nezlučiteľná s vnútorným trhom, pokiaľ ovplyvňuje obchod medzi členskými štátmi“. Na to, aby išlo o štátnu pomoc, potom musia byť splnené tieto kumulatívne podmienky: 1. opatrenie musí byť poskytnuté zo štátnych prostriedkov; 2. musí podnikom poskytovať hospodársku výhodu; 3. výhoda musí byť selektívna a musí narúšať alebo ohrozovať hospodársku súťaž; 4. opatrenie musí ovplyvňovať obchod vnútri Spoločenstva.

Hospodárska výhoda:

(62) Ako už bolo uvedené, španielske orgány tvrdia, že opatrenie nepredstavuje štátnu pomoc, pretože spĺňa kritériá testu zásady investora v trhovom hospodárstve (MEIP). V tomto teste sa posudzuje, či by trhový investor investoval do projektu za rovnakých podmienok ako verejný investor v čase, keď bolo prijaté rozhodnutie o verejnej investícii. V tejto súvislosti je dôležité, že pôvodne bol do projektu zapojený súkromný investor ([19]) a že španielske orgány si nechali vypracovať viacero štúdií, v ktorých sa dospelo k záveru, že projekt by vytváral pozitívny peňažný tok (pozri odôvodnenie 22).

(63) Ako je uvedené v odôvodnení 17, v prípade Ciudad de la Luz pôvodne súkromný investor (riadiaca spoločnosť) vlastnil 25 % projektu (t. j. 150 000 EUR z pôvodného akciového kapitálu 600 000 EUR). Tento súkromný investor však odstúpil ešte predtým, ako poskytol akékoľvek ďalšie finančné prostriedky (jeho podiel odkúpila spoločnosť SPTCV v roku 2004). Potom už do projektu neinvestoval žiadny ďalší súkromný investor.

(64) Skutočnosť, že jediný dostupný súkromný investor poskytol len okrajovú sumu a odstúpil vo chvíli, keď bolo potrebné poskytnúť väčšinu sumy investície, možno považovať za dôkaz *prima facie*, že súkromný investor by neuskutočnil tento projekt za podmienok platných v tom čase. Situácia tohto súkromného investora bola navyše veľmi špecifická (a teda v rozpore s definíciou trhového investora podľa judikatúry), pretože bol zodpovedný aj za začatie projektu, dohľad nad stavebnými prácami a riadenie a propagáciu štúdií za správny poplatok. To znamená, že jeho pôvodná investícia mohla byť racionálna z iných dôvodov, ako len z dôvodu samotnej ziskovosti.

(65) Z dôvodu neexistencie akéhokoľvek súkromného akcionára vychádzala regionálna samospráva pri svojom investičnom rozhodnutí z výsledkov štúdií poradenskej firmy. Samotná existencia týchto štúdií však nestačí na splnenie kritérií testu MEIP. Pred poskytnutím finančných prostriedkov v rozsahu, v akom boli investované do filmových štúdií Ciudad de la Luz, by sa dalo očakávať, že súkromný investor dôkladne preskúma podnikateľský plán a predpoklady, z ktorých tieto štúdie vychádzajú. Súkromný investor by musel dospieť k vlastnému záveru v súvislosti s tým, či sú konkrétne predpoklady použité na odôvodnenie podnikateľského plánu vhodné pre tento konkrétny prípad. Od súkromného investora možno navyše očakávať, že porovná očakávanú návratnosť projektu Ciudad de la Luz s očakávanou návratnosťou alternatívnych projektov. Takáto analýza sa v tom čase neuskutočnila. Na základe odhadovaných pozitívnych peňažných tokov uvedených v týchto štúdiách navyše ani nebolo možné uskutočniť takéto porovnanie.

(66) Pri vyšetrovaní týkajúcom sa štátnej pomoci sa podľa judikatúry vyžaduje, aby Komisia uskutočnila vlastné posúdenie skutočností ([20]). Preto je potrebné posúdiť platnosť správ vypracovaných v čase transakcie.

(67) Vzhľadom na správy, ktoré predložili španielske orgány od rozhodnutia o začatí konania, sa zdá, že v súvislosti s projektom boli prijaté dve investičné rozhodnutia. Prvé z nich z roku 2000 bolo založené na podnikateľskom pláne Arthura Andersena z roku 2000 (ktorý sa týkal investícií v období rokov 2002 – 2006). V roku 2004 bola spoločnosť Consultia poverená vypracovaním správy

([18]) Štúdia o uplatňovaní zásady investora v trhovom hospodárstve na verejnú investíciu do filmových štúdií Ciudad de la Luz – záverečná správa (Ecorys – 19. júla 2011).

([19]) Napríklad v prípade Citynet Amsterdam Komisia usúdila, že kritériá testu MEIP boli splnené, pretože verejný investor investoval do projektu za porovnateľných podmienok ako súkromný investor. Rozhodnutie z 11. decembra 2007, C 53/2006.

([20]) Vo veci *Valmont* Súd prvého stupňa usúdil, že Komisia by sa pri určovaní, či nákup určitého pozemku zahŕňal poskytnutie štátnej pomoci, nemala jednoducho spoliehať na existenciu posúdenia nezávislého odborníka. Súd prvého stupňa žiadal, aby Komisia overila aj dôkaznú hodnotu pozemku, čo následne aj sám urobil (vec T-274-01). Vo veciach Hamsa (vec C-316/02) a Lenzing (vec C-525/04) Súdny dvor uznal, že Komisii náleží miera voľnej úvahy v hospodárskej oblasti, ale Komisia „musí preskúmať vecnú presnosť predložených dôkazov, ich spoľahlivosť a súladnosť…“.

(ktorá sa týkala skutočných investícií v období rokov 2002 – 2004 a predpokladaných investícií v rokoch 2004 – 2014), zrejme s cieľom preskúmať, či je vhodné ďalej investovať do projektu. V prípade oboch investičných rozhodnutí teda treba posúdiť splnenie kritérií testu MEIP.

(68) Komisia skúmala, či by hypotetický súkromný investor investoval do projektu vzniku spoločnosti Ciudad de la Luz. Podľa zásady investora v trhovom hospodárstve sa uskutočnená investícia považuje za štátnu pomoc, ak je očakávaná kompenzácia získaná štátom nižšia než to, čo by žiadal súkromný investor za podmienok toho konkrétneho projektu.

(69) Na účely financovania projektu musia investori investovať určitý kapitál. Tento kapitál má určité náklady, kapitálové náklady. Zvyčajne existujú dva rozsiahle zdroje kapitálu: vlastný kapitál a (finančný) dlhový kapitál. Celkové kapitálové náklady predstavujú vážené priemerné kapitálové náklady (WACC), pričom zohľadňujú podiel vlastného kapitálu a podiel dlhového kapitálu. Náklady na dlhový kapitál a náklady na vlastný kapitál predstavujú očakávané náklady, nie historické náklady. V konkrétnom prípade spoločnosti Ciudad de la Luz podnikateľský plán predpokladal, že projekt bude v plnej miere financovaný vlastným kapitálom. Celkové kapitálové náklady teda predstavuje vlastný kapitál.

(70) Investor vlastného kapitálu by bol ochotný investovať do spoločnosti Ciudad de la Luz, ak by očakávaná vnútorná miera návratnosti ([21]) bola vyššia alebo rovnaká ako príležitostné náklady na vlastný kapitál ([22]) (t. j. návratnosť, ktorá sa mohla dosiahnuť v podobnom projekte).

(71) Komisia hodnotila model oceňovania kapitálových aktív s cieľom vypočítať náklady na vlastný kapitál. Náklady na vlastný kapitál odzrkadľujú príležitostné náklady na investície akcionárov do spoločností alebo projektov s rovnakým (alebo podobným) podnikateľským a finančným rizikom, ako je to, ktoré sa skúma. Podľa modelu oceňovania kapitálových aktív (Capital Asset Pricing Model – CAPM) by sa náklady na vlastný kapitál K_e mali odhadovať na základe nasledujúceho vzorca:

$$K_e = R_f + ß(R_m - R_f)$$

kde R_f je bezriziková sadzba, $(R_m - R_f)$ je trhová riziková prémia a ß je „beta“, miera systematického (nediverzifikovateľného) rizika spojeného s akciami spoločnosti Ciudad de la Luz, ktorá odráža podnikateľské aj finančné riziko.

(72) Pokiaľ ide o bezrizikovú sadzbu R_f, podľa trhovej praxe ([23]) sa odporúča použiť dlhodobú (zvyčajne 10 rokov) úrokovú sadzbu štátnych dlhopisov v krajine prevádzky (tie sa považujú za najmenej rizikové investície). Priemerná ročná návratnosť desaťročných štátnych dlhopisov bola v Španielsku v roku 2004 na úrovni 4,1 % ([24]). V prípade trhovej rizikovej prémie treba použiť historickú trhovú rizikovú prémiu za primerane dlhé obdobie. Je bežnou trhovou praxou použiť rozdiel medzi historickou návratnosťou diverzifikovaného akciového indexu v krajine prevádzky a bezrizikovou sadzbou. Podľa Fernándeza (2004) ([25]) bola historická trhová riziková prémia vzhľadom na štátne dlhopisy v Španielsku (počas obdobia rokov 1991 – 2003) na úrovni 6,8 – 9,3 %. Komisia zvolila pri odhadovaní trhovej rizikovej prémie konzervatívny prístup a použila spodnú hranicu tohto intervalu, teda hodnotu 6,8 %. Nasledujúci novší článok toho istého autora ([26]) posilnil platnosť tejto hodnoty, keď prezentoval požadovanú prémiu vlastného kapitálu počas obdobia rokov 2000 – 2004 v rozsahu 6 – 7 %.

(73) Pokiaľ ide o odhad hodnoty beta, Komisia použila verejne dostupné informácie o spoločnostiach, ktoré španielske orgány označili za priamych konkurentov spoločnosti Ciudad de la Luz, konkrétne Carrere Group ([27]) a Babelsberg. Tieto čísla uviedli finanční analytici, ktorí uskutočnili hĺbkovú analýzu oboch spoločností. Priemer dvoch hodnôt beta upravený tak, aby zodpovedal profilu finančného rizika spoločnosti Ciudad de la Luz, sa rovná hodnote približne 1,5. To predstavuje konzervatívny prístup, pretože investícia do spoločnosti Ciudad de la Luz s veľkou pravdepodobnosťou zahŕňa vyššiu úroveň idiosynkratického rizika ako v prípade

([21]) Vnútorná miera návratnosti podľa vymedzenia zodpovedá diskontnej sadzbe, pri ktorej sa čistá aktuálna hodnota investície rovná nule.

([22]) Brealey a Myers, 2000, Principles of Corporate Finance (Zásady financovania spoločnosti), šieste vydanie (kapitola 5, s. 100).

([23]) Pozri Brealey a Myers, 2000, Principles of Corporate Finance (Zásady financovania spoločnosti), šieste vydanie (kapitola 8).

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

([25]) Pablo Fernández 2004, „Market risk premium: required, historical and expected“ (Trhová riziková prémia: požadovaná, historická a očakávaná), pracovný dokument Obchodnej školy IESE.

([26]) Pablo Fernández (2009): „The equity premium in 150 textbooks“ (Prémia vlastného kapitálu v 150 učebniciach), pracovný dokument Obchodnej školy IESE.

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

ďalších dvoch zavedených štúdií. Ciudad de la Luz je investíciou „na zelenej lúke“ v regióne, ktorý nie je cieľom španielskych ani medzinárodných filmových producentov. Inými slovami, hodnota beta pre spoločnosť Ciudad de la Luz je pravdepodobne vyššia ako v prípade jej konkurentov.

(74) Použitím uvedeného vzorca (pozri odôvodnenie 71) Komisia zistila, že očakávané náklady na vlastný kapitál by mali byť približne na úrovni 14,9 %.

(75) Prostredníctvom porovnania uvedeného v prílohe I Španielsko tvrdí, že použitím modelu CAPM by sa preukázalo, že súkromný investor „by vyžadoval rizikovú prémiu – nie návratnosť – vo výške 3,75 % v roku 2000 a 2,07 % v roku 2004.“ Tento výpočet vychádza z hodnoty beta ß = 0,395. Koeficient beta rovnajúce sa hodnote 1 by predstavoval portfólio všetkých akcií, teda „priemernú“ akciu. Koeficient beta, ktorého hodnota by bola výrazne nižšia ako 1, by teda znamenala investíciu s mimoriadne nízkym rizikom. Španielsko neodôvodnilo tento predpoklad a nepodporilo ho žiadnymi spoľahlivými a overiteľnými údajmi.

(76) Ako už bolo uvedené (pozri odôvodnenie 70), súkromný investor by investoval len do projektu s vnútornou mierou návratnosti vyššou ako príležitostné kapitálové náklady. Komisia konštatuje, že podnikateľský plán z roku 2000 podrobne hodnotil len prvotné fázy projektu. Komisia vo svojej analýze (pozri prílohu II) dospela na základe podnikateľského plánu z roku 2000 a s použitím peňažných tokov prezentovaných v podnikateľskom pláne v nominálnej hodnote k negatívnej čistej aktuálnej hodnote. Na základe týchto skutočností by súkromný investor neinvestoval do projektu.

(77) Pri stanovovaní vnútornej miery návratnosti Komisia znova používa konzervatívny prístup, keď nespochybňuje predpoklady podnikateľského plánu, najmä prúd finančných tokov predpokladaný pre navrhovaný projekt. Treba však poznamenať, že peňažné toky predpokladané v podnikateľskom pláne z roku 2004 sa javia prehnane optimisticky najmä vzhľadom na straty, ktoré spoločnosti vznikli v období rokov 2002 – 2004 ([28]). Vzhľadom na informácie, ktoré má Komisia k dispozícii, preto možno usudzovať, že očakávané peňažné toky uvedené v podnikateľskom pláne z roku 2004 predstavovali hornú hranicu ([29]). Prúd peňažných tokov určuje očakávanú návratnosť. Komisia tiež používa nominálnu hodnotu očakávanej návratnosti projektu Ciudad de la Luz. Kalibruje však náklady získavania kapitálu. To by urobil každý racionálny súkromný investor.

(78) Podľa podnikateľského plánu z roku 2004, ktorý navrhla spoločnosť Ciudad de la Luz, je vnútorná miera návratnosti tohto projektu 5,74 % (pozri prílohu I). Súkromný investor do spoločnosti Ciudad de la Luz s príležitostnými kapitálovými nákladmi vo výške aspoň 14 % (podľa výpočtu uvedeného v odôvodnení 73) by neuskutočnil túto investíciu, pretože jej vnútorná miera návratnosti je nižšia ako príležitostné kapitálové náklady.

(79) Komisia okrem toho vypočítala čistú aktuálnu hodnotu (Net Present Value – NPV) investície do projektu Ciudad de la Luz s cieľom vyčísliť, akú hodnotu by mal projekt pre súkromného investora. Predmetom každého investičného rozhodnutia je nájsť skutočné aktíva, ktorých hodnota je vyššia ako ich cena, teda, inými slovami, investície, ktorých očakávaná návratnosť je vyššia ako príležitostné kapitálové náklady. Ak to tak nie je – ako v prípade spoločnosti Ciudad de la Luz –, hodnota projektu je negatívna a investícia následne nie je pre žiadneho racionálneho súkromného investora životaschopná. Hodnota NPV pre akýkoľvek projekt kvantifikuje hodnotu investície v okamihu prijatia rozhodnutia. Vypočítava sa diskontovaním prúdu peňažných tokov predpokladaných v podnikateľskom pláne pomocou diskontného faktora, ktorým sú kapitálové náklady. Intuitívne platí, že čím vyššie sú kapitálové náklady, tým nižšia je hodnota NPV.

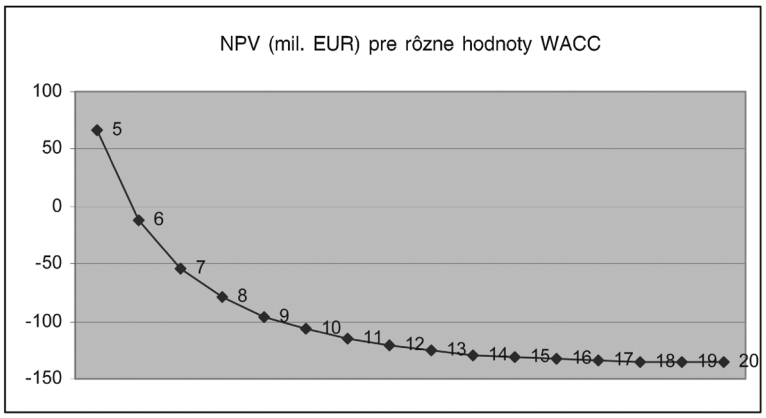
(80) V prípade Ciudad de la Luz s použitím príležitostných kapitálových nákladov vo výške 14 % a peňažných tokov uvedených v podnikateľskom pláne spoločnosti Consultia z roku 2004 (ktoré Komisia použila v nominálnej

([28]) Zdroj: Správa spoločnosti ORBIS.

([29]) Nezávislá správa spoločnosti Ecorys zachádza ešte ďalej, keď skúma aj predpoklady podnikateľského plánu a viaceré z nich kritizuje. Upozorňuje napríklad na to, že „výber lokality nie je zo strategického hľadiska jasný, pretože sa nepodarilo určiť žiadne synergie s okolitým filmovým odvetvím. V Španielsku sú aj iné regióny s podobnou zemepisnou polohou nachádzajúce sa bližšie k existujúcemu zoskupeniu subjektov pôsobiacich vo filmovom odvetví“ (s. 30). Ďalej: „V tejto súvislosti stojí za pozornosť, že najmä v prvých rokoch prevádzky štúdia a školy nebudú na danom mieste dostupné žiadne miestne vyškolené a diplomované zdroje. Prezieravý súkromný investor by preto na výstavbu podobného filmového štúdia pravdepodobne uprednostnil iné miesto“ (s. 31). V súvislosti s investíciou z roku 2004 sa v správe uvádza: „Je otázne, či by sa súkromný investor rozhodol vybudovať filmové štúdio na zelenej lúke v oblasti, kde v prvých rokoch prevádzky štúdia a školy nebudú k dispozícii žiadne adekvátne ľudské zdroje“ (s. 39).

hodnote, ako je to vysvetlené v odôvodnení 76) je hodnota NPV investície približne mínus 130 miliónov EUR (pozri prílohu). Táto investičná príležitosť sa teda súkromnému investorovi nevyplatí.

(81) Komisia vykonala aj overenie spoľahlivosti a zistila, že výsledok je veľmi spoľahlivý. Výsledok je nepochybne len minimálne citlivý na hodnotu príležitostných kapitálových nákladov, ktoré odhadla Komisia. Inými slovami, výrazné zmeny parametrov kalibrovaných Komisiou pri výpočte kapitálových nákladov nezmenia výsledok. Graf uvedený nižšie zobrazuje približné hodnoty NPV pri rôznych hodnotách vážených priemerných kapitálových nákladov (WACC) od 5 % do 20 %. Graf ukazuje, že hodnota NPV sa stane zápornou pri hodnote WACC medzi 5 % a 6 %. Ak sú teda kapitálové náklady vyššie ako 6 %, súkromný investor by sa nepustil do projektu. Hodnoty WACC vyššie ako 10 % navyše hodnotu NPV prakticky neovplyvňujú. Komisia odhadla hodnotu WACC na približne 14 %, teda v rozsahu, v ktorom možno s vysokou mierou spoľahlivosti tvrdiť, že projekt nie je ziskový.



(82) V reakcii na posúdenie Komisie španielske orgány na základe správy poradenskej firmy ([30]) tvrdili, že posúdenie Komisie bolo chybné. Po prvé, hoci sa analýza modelu CAPM ako taká považovala za správny prístup, správa poradenskej firmy spochybnila hodnoty parametrov použité Komisiou. Predovšetkým prémia vlastného kapitálu a hodnoty beta mali byť nižšie. Po druhé, na stanovenie príslušnej referenčnej hodnoty nemala Komisia použiť len podnikateľský plán spoločnosti Consultia IT, ale aj podnikateľský plán Arthura Andersena z roku 2000. Po tretie, Komisia nepoužila na odhadnutie očakávanej ziskovosti projektu Ciudad de la Luz správne finančné pomery. Komisia napokon nevzala do úvahy očakávané príjmy pochádzajúce z výstavby hotelov a kancelárskych priestorov.

(83) Tieto argumenty Komisia vyvrátila. Pokiaľ ide o prémiu vlastného kapitálu, v prílohe II sú vysvetlené niektoré podrobnosti toho, prečo nemôžu platiť hodnoty v rozsahu navrhovanom Španielskom. Predovšetkým, hodnoty navrhované ako prémia boli odhadnuté hodnoty pre rok 2009 a nie hodnoty platné v rokoch 2000 a 2004. Parametre použité na odhadnutie modelu CAPM by mali jednoznačne pochádzať z obdobia podnikateľského rozhodnutia. V skutočnosti i autor, ktorého citujú španielske orgány, uviedol za príslušné obdobie odhady, ktoré sú v súlade s posúdením Komisie. V prílohe II sa tiež vysvetľuje, prečo je požiadavka španielskych orgánov v súvislosti s nižšími hodnotami beta chybná. Komisia používa hodnoty z verejných štúdií, v ktorých boli vypočítané hodnoty beta pre blízkych konkurentov spoločnosti Ciudad de la Luz. Návrh španielskych orgánov použiť historické hodnoty beta finanční experti vyvrátili.

(84) Príloha II obsahuje tento výpočet ako reakciu na požiadavku španielskych orgánov zohľadniť podnikateľský plán z roku 2000. Ako možno vidieť, z dôvodu vyššej rizikovej prémie a vyššej bezrizikovej sadzby by v tomto prípade hodnota WACC bola ešte vyššia ako v roku 2004. Tento výpočet takisto vedie k zápornej hodnote NPV. A napokon, pokiaľ ide o možné príjmy z hotelov a kancelárskych priestorov, tvrdenia španielskych orgánov vychádzali z nových dôkazov, konkrétne zo šiestich správ o ocenení pozemkov, ktoré boli vypracované až následne. Tieto dôkazy neboli súčasťou informácií dostupných v tom čase potenciálnemu investorovi. Hoci v Andersenovej správe sa spomína možnosť vybudovať hotelový komplex, neobsahuje informácie o očakávanej ziskovosti a neexistoval ani žiadny podnikateľský plán týkajúci sa územného rozvoja. V prílohe II sú v každom prípade podrobne skúmané predložené správy *ex post* o územnom rozvoji. Tieto správy majú vážne nedostatky. Napríklad referenčné ceny navrhované pre kancelárske priestory v komplexe Ciudad de la Luz sú cenami na najprestížnejších obchodných uliciach v Alicante. Keďže komplex Ciudad de la Luz sa nachádza mimo mesta Alicante a v blízkosti priemyselného

([30]) Odkaz na druhú správu spoločnosti LECG.

komplexu, tieto referenčné ceny sú mimoriadne nadhodnotené. Podobne referenčné ceny pre hotely vychádzajú z cien štvorhviezdičkových alebo päťhviezdičkových hotelov. Nie sú uvedené žiadne dôkazy toho, že mimo Alicante by bol dostatočný dopyt po takýchto hoteloch (ktoré by sa nachádzali v blízkosti diaľnice a priemyselného komplexu).

(85) Okrem vlastného interného posúdenia si Komisia nechala vypracovať aj nezávislú štúdiu v súvislosti s tým, či by súkromný investor uskutočnil takúto investíciu do spoločnosti Ciudad de la Luz za rovnakých podmienok ([31]). V správe spoločnosti Ecorys sa berú do úvahy rôzne scenáre, v ktorých sa odhadujú náklady na vlastný kapitál na 12,5 % až 21,4 % v prípade investície v roku 2000 a na 10,9 % až 15,9 % v prípade ďalšej investície v roku 2004. Výsledky štúdie Komisie sú teda v rozsahu vypočítanom spoločnosťou Ecorys. Naopak, vnútorná miera návratnosti vypočítaná na základe podnikateľského plánu je výrazne nižšia ako minimálne náklady na vlastný kapitál podľa odhadu spoločnosti Ecorys.

(86) Spoločnosť Ecorys teda dospela k celkovému záveru, že sa nezdá pravdepodobné, že investície uskutočnené v roku 2000 a 2004 boli v súlade s konaním prezieravého súkromného investora v trhovom hospodárstve. Pokiaľ ide o investičný plán z roku 2000, podľa spoločnosti Ecorys má rekonštruovaný podnikateľský prípad negatívnu hodnotu NPV vo výške 9,3 miliardy PTA. Investícia na trhu cenných papierov by pre prezieravého trhového investora bola omnoho zaujímavejšou investíciou. Pokiaľ ide o investíciu z roku 2004, spoločnosť Ecorys dospela k záveru, že „prezieravý trhový investor by sa s najväčšou pravdepodobnosťou nerozhodol dokončiť celý projekt Ciudad de la Luz (CDL), ale mohol by si zvoliť možnosť prevádzkovať 6 zvukotesných hál, do ktorých už investoval, alebo od projektu odstúpiť a prijať stratu“ ([32]). Spoločnosť Ecorys sa napokon domnieva, že súkromný veriteľ by neposkytol pôžičku s účasťou na zisku ani žiadny iný dlh na tento projekt, pretože peňažný tok projektu bol nedostatočný na služobné platby z dlhov.

(87) Dospelo sa preto k záveru, že investície do spoločnosti Ciudad de la Luz v období rokov 2000 – 2004 ani investície uskutočnené neskôr nespĺňajú zásadu investora v trhovom hospodárstve, takže predstavujú výhodu pre podnik Ciudad de la Luz SAU. Keďže nie sú splnené kritériá testov MEIP, investor v trhovom hospodárstve by v roku 2000 neinvestoval ani by nepokračoval v investíciách do projektu na základe podnikateľského plánu z roku 2004.

(88) Komisia sa teda domnieva, že celou hodnotou investície je hospodárska výhoda. Pôžičky, ktoré spoločnosti Ciudad de la Luz poskytla spoločnosť SPTCV, boli podriadené pôžičky, čo znamená, že v súvahe sa s nimi zaobchádzalo podobne ako s vlastným majetkom. Ako už Komisia konštatovala v rozhodnutí o začatí konania, úrok z pôžičiek sa vypočítal s jednou fixnou a jednou variabilnou časťou. Sadzba fixnej časti bola veľmi nízka a pre veriteľa v trhovom hospodárstve by nebola prijateľná. Nezvyčajne nízka fixná časť pôžičky by sa v zásade mohla kompenzovať vyhliadkou na primeranú odmenu pochádzajúcu z pôžičky s účasťou na zisku vďaka variabilnej časti spojenej so ziskovosťou projektu, ale to nemohol byť prípad posudzovaného projektu (pozri argumenty uvedené v súvislosti so zásadou investora v trhovom hospodárstve). Odhad zisku a vyhlásenie za obdobie 2002 – 2004, ktoré španielske orgány poskytli Komisii, navyše neobsahovalo žiadne finančné náklady. A napokon, teoreticky sa pôžičky mali splatiť v apríli 2015, teda po dátume ukončenia projektu (a pravdepodobne jeho predaji) plánovaného na rok 2014, čo by veriteľ v trhovom hospodárstve neprijal. Španielske orgány 20. apríla 2009 vo svojej odpovedi na rozhodnutie o začatí konania vysvetlili, že tieto pôžičky by sa z ekonomického hľadiska mali považovať za kapitálovú injekciu, pretože veriteľ a akcionár sú totožní (t. j. SPTCV). Skutočne, keďže žiadna z týchto pôžičiek poskytnutých v rokoch 2005, 2007, 2008 a 2009 nebola (ani čiastočne) splatená a príjemca nezaplatil žiadne úroky z týchto pôžičiek, musia sa *de facto* považovať za kapitálovú investíciu. Podľa informácií poskytnutých španielskymi orgánmi v apríli 2012 to ku koncu roka 2010 predstavovalo celkovo 265 089 599 EUR ([33]).

Selektívnosť

(89) Pomoc je aj selektívna, keďže prínosy vyplývajúce z podpory poskytujú výhodu len podnikom pôsobiacim v danom odvetví a v skutočnosti len niektorým z nich.

Štátne zdroje

(90) Komisia poznamenáva, že Generalitat Valenciana financuje investíciu prostredníctvom svojho investičného prostredníka, spoločnosti SPTCV, ktorú má v úplnom vlastníctve, a že štúdie, ktoré viedli k verejnej investícii

([31]) Ecorys, Štúdia o uplatňovaní zásady investora v trhovom hospodárstve v prípade verejnej investície do filmových štúdií Ciudad de la Luz, 19. júla 2011.

([32]) Strany 30 a 39 správy spoločnosti Ecorys.

([33]) Ako sa uvádza v odôvodneniach 29 a 53. Keďže pôžičky sa považujú za kapitálovú investíciu, úrokové poplatky sa neberú do úvahy.

do spoločnosti Ciudad de la Luz, boli uskutočnené pre Generalitat Valenciana. Tieto finančné prostriedky teda možno považovať za štátne zdroje.

Narušenie hospodárskej súťaže

(91) Keď štátna pomoc posilňuje postavenie podniku v porovnaní s inými konkurenčnými podnikmi, tieto konkurenčné podniky sa musia považovať za ovplyvnené pomocou. Podpora posilňuje postavenie spoločnosti Ciudad de la Luz v porovnaní s inými konkurenčnými podnikmi tým, že jej umožňuje vstúpiť na trh filmových štúdií. Hospodárska súťaž medzi podnikmi profitujúcimi z opatrenia a tými, ktoré z neho neprofitujú, je narušená. Ani predpoklad, že aj filmové produkcie v iných členských štátoch, v ktorých sa nachádzajú iné filmové štúdiá, dostávajú dotácie, nie je relevantným argumentom popierajúcim existenciu narušenia hospodárskej súťaže. Opatrenie nie je vyňaté z kvalifikácie štátnej pomoci len preto, že aj iné členské štáty mohli prijať vlastné opatrenia narúšajúce trh. Pri posudzovaní podmienok súvisiacich s narušením hospodárskej súťaže nedochádza k žiadnemu takémuto „vyvažovaniu“.

Vplyv na obchod

(92) Komisia sa napokon domnieva, že predmetné opatrenie má vplyv na obchod medzi členskými štátmi. Filmové štúdiá obchodujú so svojimi zariadeniami na medzinárodnej úrovni. Filmoví producenti často rokujú o cenách a podmienkach s množstvom filmových štúdií sídliacich v rôznych členských štátoch. Komisia v Španielsku aj ďalších členských štátoch schválila schémy štátnej pomoci, ktoré podporujú výrobu audiovizuálnych diel a nepriamo tak podporujú aj využívanie technických zariadení v jednotlivých štátoch vrátane filmových štúdií. Podľa štvrtého kritéria oznámenia o kinematografii z roku 2001 sa však vylučuje doplnková pomoc pre konkrétne produkčné činnosti vrátane využívania filmových štúdií.

Záver:

(93) Vzhľadom na uvedené skutočnosti sa Komisia domnieva, že projekt poskytuje selektívnu hospodársku výhodu spoločnosti Ciudad de la Luz. Projekt je verejne financovaný, narúša hospodársku súťaž a má vplyv na obchod medzi členskými štátmi. Komisia sa preto domnieva, že oznámené opatrenie predstavuje štátnu pomoc v zmysle článku 107 ods. 1 Zmluvy o fungovaní Európskej Únie.

Zlučiteľnosť

(94) Komisia musí v prvom rade zaistiť, aby pomoc nebola v rozpore s ustanoveniami ZFEÚ v iných oblastiach, ako je štátna pomoc. V tomto prípade posúdením Komisie nie sú dotknuté žiadne ďalšie zistenia v súvislosti so zlučiteľnosťou s právnymi predpismi EÚ v oblasti verejného obstarávania. Pomoc neobsahuje žiadne iné prvky, ktoré by mohli predstavovať problémy z hľadiska zásady všeobecnej zákonnosti pomoci.

(95) Ako je uvedené v rozhodnutí o začatí konania, španielske orgány ako vedľajší argument pre prípad, že Komisia usúdi, že dané opatrenia predstavujú štátnu pomoc, uviedli, že tieto opatrenia by boli zlučiteľné s článkom 107 ods. 3, pretože by predstavovali regionálnu pomoc a pomoc zameranú na podporu kultúry.

Regionálna pomoc

(96) Regionálnu pomoc pri výstavbe filmových štúdií Ciudad de la Luz možno odôvodniť na základe toho, že investícia sa uskutočnila v podporovanej oblasti. Španielske orgány tvrdia, že intenzita pomoci vo výške 36 % by bola prípustná podľa pravidiel regionálnej pomoci platných v čase pôvodného investičného rozhodnutia v období rokov 2000 – 2006.

(97) Keďže ide o neoznámenú pomoc, platia usmernenia o regionálnej pomoci na roky 2000 – 2006 ([34]). V bode 4.2 usmernení sa uvádza: „Aby bolo zabezpečené, že podporená výrobná investícia bude životaschopná a spoľahlivá, príspevok príjemcu na jej financovanie musí byť minimálne 25 %.“ V poznámke pod čiarou č. 20 usmernení sa uvádza, že tento minimálny príspevok 25 % nesmie obsahovať žiadnu pomoc. Hoci existoval súkromný investor, ktorý vlastnil 25 % pôvodného akciového kapitálu vo výške 600 000 EUR, tento súkromný investor pôsobil ako riadiaca spoločnosť projektu za poplatok a neuskutočnil žiadnu ďalšiu investíciu do projektu, ktorá by zodpovedala väčšinovej verejnej investícii do projektu. Túto prvú investíciu teda nemožno posudzovať izolovane od verejnej investície, pretože to nie je samostatná investícia. Navyše kapitálovú účasť súkromného investora v júli 2004, keď táto účasť klesla na 0,2 %, odkúpila spoločnosť SPTCV.

(98) Španielske orgány tvrdia, že samotnú investíciu 25 % zo strany spoločnosti SPTCV možno považovať za príspevok príjemcu. Komisia sa domnieva, že tento prístup, pri ktorom 25 % investície pokrýva verejný subjekt, ktorý sa nespráva ako súkromný investor (pozri časť V, pododdiel Hospodárska výhoda), kým zvyšných 75 % investície takisto pochádza zo štátnych zdrojov, nemôže zabezpečiť, aby bola podporená výrobná investícia životaschopná a spoľahlivá.

([34]) Ú. v. ES C 74, 10.3.1998, s. 9.

(99) Keďže investícia do projektu Ciudad de la Luz sa v plnej miere financovala z verejných finančných prostriedkov pochádzajúcich od spoločnosti SPTVC, táto podmienka nie je splnená.

Odvetvová pomoc audiovizuálnemu odvetviu

(100) V niektorých situáciách Komisia odobrila pomoc audiovizuálnemu odvetviu podľa článku 107 ods. 3 písm. c) s ohľadom na ciele v oblasti kultúry uvedené v článku 167 ZFEÚ. Výnimku o kultúrnom zámere možno použiť v kombinácii s ďalšími právnymi základmi zlučiteľnosti, ako je napríklad pomoc zameraná na niektoré hospodárske činnosti podľa článku 107 ods. 3 písm. c) ZFEÚ ([35]). Hoci španielske orgány to nenavrhli, vzhľadom na pripomienky ostatných strán sa v nasledujúcom texte posudzuje tento právny rámec.

(101) Posúdenie podľa článku 107 ods. 3 písm. c) ZFEÚ sa vykonáva pomocou trojstupňového testu, ktorý porovnáva prínosy a negatívne vplyvy daného opatrenia.

(102) S použitím tohto porovnávacieho testu Komisia hodnotí nasledujúce otázky:

a) Je opatrenie pomoci zamerané na dobre definovaný cieľ spoločného záujmu (t. j. týka sa navrhovaná pomoc zlyhania trhu alebo iného cieľa)?

b) Je pomoc dobre navrhnutá tak, aby splnila cieľ spoločného záujmu? Najmä:

i) Je opatrenie pomoci vhodným nástrojom, t. j. existujú nejaké iné, vhodnejšie nástroje?

ii) Má pomoc stimulačný účinok, t. j. mení správanie firiem?

iii) Je opatrenie pomoci primerané, t. j. možno rovnakú zmenu v správaní dosiahnuť pomocou menšej pomoci?

c) Sú narušenie hospodárskej súťaže a vplyv na obchod obmedzené, takže celkový výsledok je pozitívny?

Cieľ opatrenia

(103) O „zlyhaní trhu“ sa hovorí vtedy, keď výsledok na trhu nevedie k najvyššiemu celkovému sociálnemu blahu. Neefektívny výsledok na trhu môže nastať v prípade takzvaného verejného alebo nadradeného tovaru ([36]). Tento tovar v prípade, že jeho sociálne prínosy prekračujú súkromné prínosy, vytvára pozitívne externé účinky. V dôsledku toho sa tovar poskytuje v množstve pod optimálnou úrovňou, čo môže byť následne dôvodom na verejnú intervenciu (a prípadne verejné dotácie).

(104) V EÚ existuje mimoriadne konkurencieschopný komerčný trh s množstvom veľkých filmových štúdií. V oblasti veľkých filmových produkcií navyše európske filmové štúdia čelia silnej konkurencii štúdií z krajín mimo EÚ. Dôkaz *prima facie* teda nepodporuje tézu o zlyhaní trhu na základe nedostatočnej ponuky a vysokých vstupných nákladov. Španielski filmári vo svojej odpovedi na rozhodnutie o začatí konania tvrdia, že španielsky trh neposkytoval pred výstavbou filmových štúdií Ciudad de la Luz podobné vysokokvalitné služby. Valencijskí filmári zdôraznili najmä to, že prístup k miestnemu filmovému štúdiu by im umožnil znížiť výrobné náklady (nižšie náklady na dopravu, blízkosť ďalších služieb potrebných na výrobu filmov atď.).

(105) Skutočnosť, že filmové štúdiá Ciudad de la Luz by boli prínosom pre domácich filmových producentov, však nestačí na tvrdenie o „zlyhaní trhu“ podľa uvedenej definície. Po prvé, úvaha o tom, že projekt Ciudad de la Luz rieši zlyhanie trhu v súvislosti s miestnou filmovou produkciou v Španielsku, by bola v rozpore s cieľom deklarovaným španielskymi orgánmi. V správe spoločnosti Consultia z roku 2004 sa za „nepriamych“ konkurentov považujú len miestne štúdiá, pretože filmové štúdiá Ciudad de la Luz by sa, naopak, zameriavali na veľké filmové produkcie.

([35]) Pozri najmä NN 84/2004 z 22. marca 2006 – Francúzsko – Régimes d'aide au cinéma et à l'audiovisuel. V tomto prípade Komisia na základe článkov 107 ods. 3 písm. c) a/alebo d) ZFEÚ objasnila *ex post* opatrenia pomoci na podporu najmä filmovej distribúcie, budovania, renovácie alebo modernizácie kín, distribúcie videoklipov alebo videa, výskumu a vývoja, ako aj vývoja postprodukčných technológií. Pozri aj N 192/2008 z 11. apríla 2008 – Španielsko – Podpora dabingu a tvorby titulkov pre filmy v baskičtine.

([36]) Verejný tovar existuje v prípadoch, keď nie je možné poskytnúť tovar alebo službu jednej osobe bez toho, aby boli vylúčení ostatní, alebo keď nejestvuje rivalita v spotrebe (napr. pouličné osvetlenie, cesty). Tovar všeobecného záujmu alebo nadradený tovar zahŕňa tovar a služby, o ktorých sa štát domnieva, že ich budú ľudia spotrebúvať v nižšej miere, a preto ich treba dotovať alebo poskytovať zadarmo (napr. vzdelanie, verejné knižnice).

(106) Po druhé, na to, aby bolo možné preukázať, že z hľadiska španielskych filmových producentov ide o zlyhanie trhu, bolo by potrebné posúdiť, či je sociálny prínos štúdia typu Ciudad de la Luz vyšší ako jeho náklady. Okrem iného by si to vyžadovalo posúdenie toho, či jestvujúce zariadenia nie sú dostatočné, teda či by španielski filmári nemohli využívať existujúce filmové štúdiá v Španielsku (napríklad Video Planning, Cartuja Producciones a Loasur Audiovisual v Andalúzii, Media Park v Katalánsku, Platós Valencia vo Valencii a Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Estudios Los Ángeles a Flash Estudio v Madride) alebo v iných členských štátoch. Hoci španielski filmoví producenti poukázali na určité (nevyčíslené) výhody projektu Ciudad de la Luz z hľadiska nákladov, nepredložili argumenty dokazujúce, že takéto miestne štúdiá by mali rozhodujúci význam pre domácu filmovú produkciu.

Vhodne navrhnutá pomoc

(107) Keďže navyše neexistuje dobre definované zlyhanie trhu, ktoré by toto opatrenie riešilo, pomoc nemožno považovať za vhodnú a primeranú na riešenie tohto zlyhania trhu. Ak malo byť účelom filmového štúdia podporovať miestnu filmovú produkciu, bolo okrem iného potrebné porovnať uskutočnené investície s inými opatreniami, ktorými by sa mohla dosiahnuť porovnateľná účinnosť z hľadiska filmových producentov. Španielske orgány však takéto porovnanie neposkytli.

Narušenie hospodárskej súťaže a obchodu

(108) Porovnávací test si ďalej vyžaduje posúdenie negatívnych účinkov z hľadiska *narušenia hospodárskej súťaže a obchodu*. Vzhľadom na to, že produkcia výrazne klesla pod úroveň pôvodných očakávaní a že filmové štúdiá lákajú najmä miestnu filmovú produkciu, sa možno domnievať, že rušivý vplyv štúdií Ciudad de la Luz bol doteraz obmedzený. Počet filmových produkcií, ktoré sa doteraz zrealizovali v štúdiách Ciudad de la Luz, však nie je dobrým ukazovateľom ich možných rušivých vplyvov. Vstup štúdií Ciudad de la Luz na európsky trh filmových štúdií zvýšil celkovú kapacitu štúdií. Podľa základnej ekonomickej logiky tento nárast ponuky spôsobí celkové zníženie cien bez ohľadu na množstvo produkcií, ktoré štúdiá Ciudad de la Luz dokážu prilákať. Keďže toto zníženie cien by sa týkalo cien na celom trhu, nedalo by sa pozorovať porovnaním stanovenia cien štúdií Ciudad de la Luz s ich konkurentmi. Výstavba štúdií Ciudad de la Luz navyše môže podnietiť ďalšie členské štáty, aby uskutočnili podobné investície. A napokon, pozícia štúdií Ciudad de la Luz na trhu sa vzhľadom na ich moderné zariadenia môže v budúcnosti zmeniť.

(109) Na základe uvedených skutočností toto opatrenie nemožno považovať za zlučiteľné s článkom 107 ods. 3 písm. c), pretože nerieši zlyhanie trhu v danom odvetví a vytvára riziko nepriaznivého vplyvu na hospodársku súťaž a obchod.

Kultúrna pomoc – investícia do výstavby filmových štúdií

(110) Španielske orgány neposkytli žiadne argumenty, na základe ktorých by Komisia zmenila svoj názor vyjadrený v rozhodnutí o začatí konania, že sa „domnieva, že neexistuje žiadna skutočnosť nasvedčujúca tomu, že na štátnu pomoc poskytnutú na výstavbu a prevádzkové náklady nového rozsiahleho komplexu filmových štúdií možno uplatniť výnimku [týkajúcu sa podpory kultúry]“. V rozhodnutí o začatí konania sa nebrala do úvahy možnosť považovať štúdiá za „kultúrnu infraštruktúru“, pretože sú výrazne špecializované a ich využívanie sa obmedzuje na audiovizuálne odvetvie (výrobu filmov, televíznych produkcií a reklám).

(111) Na to, aby bolo možné uplatniť výnimku týkajúcu sa pomoci na podporu kultúry stanovenú v článku 107 ods. 3 písm. d) ZFEÚ na financovanie, ktorého sa netýka oznámenie o kinematografii, by pomoc musela byť nielen potrebná, primeraná a dostatočná [ako v prípade uvedeného posúdenia podľa článku 107 ods. 3 písm. c)], ale aj zameraná na kultúrny cieľ. Keďže sa zistilo, že tieto kritériá nie sú v súlade s článkom 107 ods. 3 písm. c), to isté platí aj v súvislosti s článkom 107 ods. 3 písm. d).

Kultúrna pomoc – stimuly filmovým producentom

(112) V decembri 2008 Komisia schválila stimuly pre filmy poskytované regiónom Valencia na základe oznámenia o kinematografii ([37]). Predtým nebolo možné považovať žiadne stimuly poskytnuté regionálnou vládou Valencie v súvislosti s nakrúcaním filmov v štúdiách Ciudad de la Luz za zlučiteľné v prípadoch, keď bolo podmienkou pomoci nakrúcanie filmu v štúdiách Ciudad de la Luz (pretože to je v rozpore so štvrtým kritériom oznámenia o kinematografii, ktoré vylučuje doplnkovú pomoc pre konkrétne činnosti súvisiace s filmovou produkciou).

([37]) V oznámení o kinematografii z roku 2001 sa stanovujú kritériá, na základe ktorých možno uplatniť výnimku týkajúcu sa podporu kultúry podľa článku 107 ods. 3 písm. d) na schémy pomoci zamerané na podporu tvorby audiovizuálnych diel.

(113) V rámci súčasného rozhodnutia napokon nie je potrebné ďalej skúmať, či bola pomoc poskytnutá filmovým producentom.

VI. **ZÁVER**

(114) Komisia zistila, že Španielsko poskytlo štátnu pomoc spoločnosti Ciudad de la Luz SA v rozpore s článkom 108 ods. 3 Zmluvy o fungovaní Európskej únie. Investíciu do projektu Ciudad de la Luz, ktorú uskutočnil región Valencia, by súkromný investor za rovnakých podmienok neuskutočnil. Komisia preto celú verejnú investíciu do projektu považuje za neoprávnenú pomoc.

(115) Výška pomoci teda k decembru 2010 predstavuje celkovo 265 089 599 EUR priamych verejných investícií do spoločnosti Ciudad de la Luz SA a zahŕňa aj všetky stimuly poskytnuté filmovým producentom pod podmienkou, že nakrúcanie sa uskutoční vo filmových štúdiách Ciudad de la Luz.

(116) Podľa Zmluvy o fungovaní Európskej únie a ustálenej judikatúry Súdneho dvora je Komisia oprávnená rozhodnúť, že príslušný členský štát musí zrušiť alebo zmeniť pomoc ([38]), keď zistí, že je nezlučiteľná s vnútorným trhom. Súd takisto dôsledne trvá na tom, že povinnosť štátu zrušiť alebo zmeniť pomoc, ktorú Komisia považuje za nezlučiteľnú s vnútorným trhom, je určená na obnovenie predtým existujúcej situácie ([39]). V tejto súvislosti Súd stanovil, že cieľ je dosiahnutý vtedy, keď príjemca vráti sumy poskytnuté v podobe protiprávnej pomoci, a tým stratí výhodu, ktorú mal v porovnaní so svojimi konkurentmi na trhu, a obnoví sa situácia spred vyplatenia pomoci ([40]).

(117) V súlade s touto judikatúrou sa v článku 14 nariadenia Rady (ES) č. 659/1999 ([41]) stanovuje, že „kde sa prijímajú záporné rozhodnutia v prípadoch protiprávnej pomoci, Komisia rozhodne, že daný členský štát podnikne všetky potrebné opatrenia, aby vymohol pomoc od príjemcu“, filmovým producentom pod podmienkou, že nakrúcanie filmu sa uskutoční vo filmových štúdiách Ciudad de la Luz, predstavujú štátnu pomoc nezlučiteľnú s vnútorným trhom, ktorá je v rozpore s článkom 108 ods. 3 zmluvy.

PRIJALA TOTO ROZHODNUTIE:

Článok 1

Pôvodný akciový kapitál a následné zvýšenie akciového kapitálu vo výške 94 459 719 EUR, pozemky poskytnuté spoločnosti Ciudad de la Luz v hodnote 9 800 040 EUR, pôžičky s účasťou na zisku vo výške 115 miliónov EUR, prevoditeľné požičané cenné papiere vydané od roku 2008 vo výške 45 829 840 EUR poskytnuté protiprávne Španielsku spoločnosťou Ciudad de la Luz SA pred 31. decembrom 2010 a všetky stimuly poskytnuté filmovým producentom pod podmienkou, že nakrúcanie filmu sa uskutoční vo filmových štúdiách Ciudad de la Luz, predstavujú štátnu pomoc nezlučiteľnú s vnútorným trhom, ktorá je v rozpore s článkom 108 ods. 3 zmluvy.

Článok 2

1. Španielsko vymôže od príjemcu nezlučiteľnú poskytnutú pomoc uvedenú v článku 1.

2. Suma, ktorá sa má vymôcť, zahŕňa úroky plynúce od dátumu, keď sa poskytla príjemcovi, do dátumu jej skutočného vrátenia.

3. Úroky sa vypočítajú zo zloženého základu podľa kapitoly V nariadenia Rady (ES) č. 794/2004 ([42]).

4. Španielsko zruší od dátumu prijatia tohto rozhodnutia všetky zostávajúce platby v rámci pomoci uvedenej v článku 1.

Článok 3

1. Vrátenie pomoci uvedené v článku 1 je okamžité a účinné.

2. Španielsko zaistí vykonanie tohto rozhodnutia do štyroch mesiacov od dátumu oznámenia rozhodnutia.

Článok 4

1. Španielsko predloží v priebehu dvoch mesiacov po oznámení tohto rozhodnutia tieto informácie:

a) informácie o celkovej sume (istine a úrokoch), ktorej vrátenie sa od príjemcu požaduje;

b) podrobný opis opatrení, ktoré už boli prijaté alebo sa plánujú prijať na vykonanie tohto rozhodnutia;

c) dokumenty dokazujúce, že príjemcovi bolo nariadené vrátenie pomoci.

2. Španielsko bude informovať Komisiu o priebehu vnútroštátnych opatrení na vykonanie tohto rozhodnutia až do vrátenia pomoci uvedenej v článku 1. Na požiadanie Komisie Španielsko bezodkladne predloží informácie o opatreniach, ktoré sa už prijali alebo ktoré sa plánujú prijať na vykonanie tohto rozhodnutia. Španielsko okrem toho poskytne podrobné informácie o sumách pomoci a úrokoch, ktoré už príjemca vrátil.

([38]) Vec C-70/72, *Komisia/Nemecko*, bod 13.
([39]) Spojené veci C-278/92, C-279/92 a C-280/92, *Španielsko/Komisia*, bod 75.
([40]) Vec C-75/97, *Belgicko/Komisia*, body 64 – 64.
([41]) Ú. v. ES L 83, 27.3.1999, s. 1.
([42]) Ú. v. EÚ L 125, 28.4.2004, s. 4.

Článok 5

Toto rozhodnutie je určené Španielskemu kráľovstvu.

V Bruseli 8. mája 2012

Za Komisiu
Joaquín ALMUNIA
podpredseda

PRÍLOHA A

Informácie o sumách prijatej pomoci, ktoré sa majú vrátiť a ktoré už boli vrátené

Totožnosť príjemcu	Celková suma pomoci prijatej v rámci schémy (*)	Celková suma pomoci, ktorá sa má vrátiť (*) (istina)	Celková suma, ktorá už bola splatená (*)	
			Istina	Úrok

(*) V miliónoch národnej meny.

PRÍLOHA I

Ciudad de la Luz (CDL) – Spôsob výpočtu primeraných kapitálových nákladov pri rozhodovaní o kapitálovom rozpočtovaní – júl 2009

Cieľ

Cieľom tejto správy je určiť, či investíciu do projektu, v rámci ktorého vznikla spoločnosť Ciudad De la Luz (CDL), možno kvalifikovať ako štátnu pomoc. Podľa zásady investora v trhovom hospodárstve sa uskutočnená investícia považuje za štátnu pomoc, ak je očakávaná kompenzácia získaná štátom nižšia než to, čo by žiadal súkromný investor za podmienok toho konkrétneho projektu.

Investor súkromného kapitálu ([1]) by bol ochotný investovať do projektu CDL, ak by očakávaná vnútorná miera návratnosti ([2]) bola vyššia alebo rovnaká ako príležitostné náklady na vlastný kapitál ([3]) (t. j. návratnosť, ktorá sa mohla dosiahnuť v podobnom projekte).

V nasledujúcej analýze sa používa model oceňovania kapitálových aktív (CAPM) s cieľom vypočítať náklady na vlastný kapitál. Tie predstavujú relevantné kritérium, ktoré určuje, či by sa súkromný investor zapojil do projektu CDL.

Výsledný rozsah parametra sa potom porovná s výkonom *ex post* reprezentatívnej vzorky konkurentov spoločnosti CDL. Tento prístup, teda použitie výkonu *ex post* na stanovenie referenčnej hodnoty príležitostných kapitálových nákladov na tento typ projektov, použila vo svojej správe spoločnosť LECG. Ako sa ukáže ďalej, výkon *ex post*, ktorý si ako kritérium zvolila spoločnosť LECG, nie je správnym kritériom na stanovenie referenčnej hodnoty. Čo je ešte dôležitejšie, akýkoľvek ukazovateľ výkonu *ex post* je nedokonalým parametrom na stanovenie požadovanej návratnosti *ex ante*.

Domnievame sa, že príležitostné kapitálové náklady na tento projekt by mali byť približne 14,91 %. Súkromný investor by teda vyžadoval vnútornú mieru návratnosti vyššiu ako 14,91 %. Podľa podnikateľského plánu, ktorý navrhla spoločnosť CDL v roku 2004 (a ktorý je najaktuálnejšou finančnou informáciou, z ktorej súčasný projekt vychádza), bola vnútorná miera návratnosti investície do projektu CDL 5,74 % ([4]).

Súkromný investor by teda neinvestoval do projektu CDL, pretože jeho vnútorná miera návratnosti je nižšia ako príležitostné kapitálové náklady.

Náklady na vlastný kapitál ([5])

Náklady na vlastný kapitál sú minimálnou požadovanou mierou návratnosti, ktorú musí spoločnosť CDL ponúknuť svojim akcionárom ako kompenzáciu za:

— časovú hodnotu peňazí,

— riziko spojené s investíciou do spoločnosti CDL.

Treba zdôrazniť, že príslušná miera návratnosti je očakávaná budúca návratnosť, nie historická návratnosť. Náklady na vlastný kapitál odzrkadľujú príležitostné náklady na investície akcionárov do spoločností alebo projektov s rovnakým (alebo podobným) podnikateľským a finančným rizikom, ako je to, ktoré sa skúma.

V nasledujúcom texte použijeme uznávanú metódu odhadovania nákladov na vlastný kapitál, teda model oceňovania kapitálových aktív (CAPM):

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

kde:

— K_e sú náklady na vlastný kapitál vyjadrené v %,

— R_f je bezriziková sadzba vyjadrená v %,

— $(R_m - R_f)$ je trhová riziková prémia vyjadrená v %,

— ß je „beta“, miera systematického (nediverzifikovateľného) rizika spojeného s akciami spoločnosti CDL, ktoré zahŕňa podnikateľské aj finančné riziko.

([1]) V prípade neexistencie dlhu.
([2]) Vnútorná miera návratnosti podľa vymedzenia zodpovedá diskontnej sadzbe, pri ktorej sa čistá aktuálna hodnota investície rovná nule.
([3]) Brealey a Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance* (Zásady financovania spoločnosti), šieste vydanie (kapitola 5, s. 100).
([4]) Použitie tejto referenčnej hodnoty sa nemá vykladať tak, že toto číslo považujeme za presné. Prognózny peňažných tokov sa ťažko presne stanovujú, preto číslo 5,74 % pravdepodobne predstavuje nanajvýš hornú hranicu.
([5]) Príloha obsahuje všeobecnú definíciu vážených priemerných kapitálových nákladov (WACC), ktorá zahŕňa vlastný kapitál a dlh.

Pokiaľ ide o bezrizikovú sadzbu, podľa trhovej praxe sa odporúča použiť dlhodobú (zvyčajne 10 rokov) úrokovú sadzbu štátnych dlhopisov v krajine prevádzky.

V prípade trhovej rizikovej prémie treba použiť historickú trhovú rizikovú prémiu za primerane dlhé obdobie. Je bežnou trhovou praxou použiť rozdiel medzi historickou návratnosťou diverzifikovaného akciového indexu v krajine prevádzky a bezrizikovou sadzbou.

Uplatnenie metódy v prípade spoločnosti Ciudad De La Luz

Priemerná ročná návratnosť desaťročných štátnych dlhopisov bola v Španielsku v roku 2004 na úrovni 4,1 % ([1]).

R_f = 4,1 %

Podľa Fernándeza (2004) ([2]) sa historická trhová riziková prémia vzhľadom na štátne dlhopisy v Španielsku (počas obdobia rokov 1991 – 2003, ktoré približne zodpovedá obdobiu pred našou investíciou) pohybovala na úrovni 6,8 – 9,3 % (rozdiel spočíva v metóde výpočtu aritmetického a geometrického priemeru). Na odhad trhovej rizikovej prémie použijeme spodnú hranicu tohto intervalu.

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

A napokon, čo sa týka odhadu hodnoty beta, používame verejne dostupné informácie o spoločnostiach, ktoré španielske orgány označili za priamych konkurentov spoločnosti CDL.

V roku 2001 spoločnosť KBC Securities poskytla správu, ktorá obsahovala informácie potrebné na výpočet čistej aktuálnej hodnoty desaťročnej investície do spoločnosti **Carrere Group**. Dátum aj splatnosť investície približne zodpovedajú skúmanému prípadu. Diskontná sadzba použitá v správe spoločnosti KBC bola 12 % a hodnota beta 1,8. Vzhľadom na to, že profil finančného rizika spoločnosti **Carrere** je odlišný od spoločnosti CDL (kapitálová štruktúra spoločnosti Carrere zahŕňa dlh), musíme túto hodnotu beta upraviť a vypočítať hodnotu bez dlhu, aby sme tak izolovali profil podnikateľského rizika. Vzorec na výpočet upravenej hodnoty beta bez dlhu vyzerá takto:

$\text{Beta}_{\text{bez dlhu}} = \text{Beta}_{\text{s dlhom}}/[1 + (1 - T)\ D/E]$

kde T je príslušná daňová sadzba. Daňová sadzba vo Francúzsku, kde bola spoločnosť Carrere založená, je približne 33 %. Údaje o pomere dlhu a vlastného kapitálu sa nachádzajú v pôvodnej správe spoločnosti KBC. V čase emisie akcií bol pomer dlhu a vlastného kapitálu 10 %. Túto hodnotu potvrdili aj údaje spoločnosti Bloomberg.

S použitím týchto hodnôt parametrov získame nasledujúcu hodnotu beta bez dlhu:

$\text{Beta}_{\text{bez dlhu}} = 1{,}68$

Podobné posúdenie uskutočnila aj spoločnosť Der Spezialist fur Finanzaktien v roku 2008 v Nemecku pre **Studio Babelsberg**, ďalšiu firmu, ktorú španielske orgány označili za priameho konkurenta spoločnosti CDL. V správe sa predpokladali náklady na vlastný kapitál 12 % a hodnota beta 1,5. V čase zverejnenia správy bolo **Studio Babelsberg** spoločnosťou bez dlhov, čo znamená, že jeho kapitálová štruktúra bola rovnaká ako v prípade spoločnosti CDL, takže nie je potrebné upravovať hodnotu beta.

Tento priamy dôkaz získaný z podrobných správ týkajúcich sa dvoch priamych konkurentov nasvedčuje tomu, že hodnota beta použiteľná v prípade spoločnosti CDL sa pohybuje (minimálne) v rozsahu 1,5 – 1,68. Navyše investícia do spoločnosti CDL pravdepodobne zahŕňa vyššiu úroveň idiosynkratického rizika z dôvodov, ktoré už Komisia vysvetlila. Inými slovami, hodnota beta bude v prípade spoločnosti CDL pravdepodobne vyššia ako v prípade jej konkurentov.

V nasledujúcom výpočte použijeme aritmetický priemer týchto dvoch hodnôt a priradíme ho spoločnosti CDL (napriek tomu, že idiosynkratické riziko spojené so spoločnosťou CDL je pravdepodobne vyššie). Treba poznamenať, že tieto čísla poskytli finanční analytici, ktorí uskutočnili hĺbkovú analýzu spoločností Carrere a Studio Babelsberg.

Spodná hranica očakávanej kapitálovej návratnosti pre súkromného investora by teda bola:

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

Toto číslo je užitočné, pretože poukazuje na to, že hodnotu vážených priemerných kapitálových nákladov (WACC) výrazne nižšiu ako **14,91 %** možno rovno odmietnuť.

Nedostatky v metodike spoločnosti LECG

Odhad uvedený v štúdii spoločnosti LECG, ktorý viedol k stanoveniu diskontného faktora na úrovni 5,15 %, je z metodického hľadiska chybný. Spoločnosť LECG tvrdila, že správnym parametrom na stanovenie vážených priemerných kapitálových nákladov (WACC) je realizovaná návratnosť aktív (ROA) jedného, prípadne dvoch konkurentov (Pinewood a Babelsberg).

([1]) Global Insight.

([2]) Pablo Fernández 2004, *Market risk premium: required, historical and expected.* (Trhová riziková prémia: požadovaná, historická a očakávaná), pracovný dokument Obchodnej školy IESE.

Po prvé, účtovná návratnosť, ako je napríklad parameter ROA, by sa vo všeobecnosti nemala považovať za správnu mieru očakávanej priemernej návratnosti investora minimálne z troch dôvodov ([1]). Účtovná návratnosť sa vypočítava každoročne, zatiaľ čo racionálny investor zváži návratnosť za celé obdobie trvania projektu. Po druhé, účtovné informácie sú historické informácie o spoločnosti, a preto sú lepšie uspôsobené na posúdenie výkonu firmy *ex post* ako očakávaného výkonu investícií *ex ante*. Na záver, investorov v skutočnosti nezaujímajú účtovné príjmy, ale skôr peňažné príjmy, čiže peňažné toky, ktoré získajú svojou investíciou.

Spoločnosť LECG mala navyše porovnávať mieru WACC s hodnotou ROCE (Return of Capital Employed; návratnosť použitého kapitálu), nie ROA. Miera WACC sa týka celkového kapitálu, teda vlastného kapitálu a finančného dlhu. Na strane pasív typickej súvahy sa však nachádzajú nielen vlastný kapitál a finančný dlh, ale aj aktuálne pasíva, teda pohľadávky splatné dodávateľom. Celkové aktíva sú teda rovnaké alebo vyššie ako celkový kapitál a pri danej návratnosti je hodnota ROA nižšia alebo rovnaká ako hodnota ROCE ([2]). Preto by sa s hodnotou WACC mala porovnávať hodnota ROCE a nie hodnota ROA. Projekt má pozitívnu hodnotu len vtedy, ak je realizovaná návratnosť použitého kapitálu rovnaká alebo vyššia ako hodnota WACC.

Údaje o konkurentoch

Predtým ako sa budeme zaoberať trhovými údajmi, chceli by sme znova zdôrazniť, že relevantnou referenčnou hodnotou sú náklady *ex ante* na vlastný kapitál. Návratnosť pozorovaná *ex post* je len nedokonalým parametrom na vyjadrenie očakávaní *ex ante*, pretože návratnosť realizovaná *ex post* sa nemusí nevyhnutne rovnať návratnosti požadovanej *ex ante*. Ak investorov zaujíma výkonnosť odvetvia v minulosti, mali by sa pozrieť na hodnotu ROCE, teda návratnosť *ex post*, ktorá je pomerne neutrálna z hľadiska kapitálovej štruktúry rôznych firiem, pretože zahŕňa dlh aj vlastný kapitál. So stúpajúcou úrovňou zadlženosti spoločnosti stúpa návratnosť vlastného kapitálu pre akcionárov v porovnaní s hodnotou ROCE.

V ďalšom texte analyzujeme údaje o hodnote ROCE pre reprezentatívnu skupinu konkurentov z rôznych zdrojov a pozorujeme, že výsledky nie sú v rozpore s našou kalibráciou.

1. *Údaje z databázy AMADEUS*

AMADEUS je komplexná celoeurópska databáza obsahujúca finančné informácie o viac ako 11 miliónoch verejných a súkromných spoločností zo 41 európskych krajín, ktorú prevádzkuje spoločnosť Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing. Spoločnosť BvD je jedným z popredných svetových poskytovateľov údajov o súvahách firiem, pričom najviac pokrytá je práve Európa.

Medián je číslo oddeľujúce hornú polovicu vzorky od spodnej polovice. Ak sa pozorované hodnoty usporiadajú vo vzostupnom alebo zostupnom poradí, medián je hodnota v strede.

Aritmetický priemer je súčet všetkých pozorovaní vydelený počtom pozorovaní.

Pri mnohých distribúciách sú medián a priemer totožné. Empiricky sa tieto dve hodnoty môžu značne líšiť, ak je napriek značnej veľkosti vzorky pozorovaná distribúcia skreslená (napr. preto, lebo obsahuje veľký počet odchýlok, teda extrémnych pozorovaní).

Údaje, ktoré ďalej uvádzame, sú typické tým, že hodnoty priemeru sú vyššie ako medián (pozitívne skreslenie). Keďže priemer je citlivý na odchýlky, zameriavame sa na medián. Upozorňujeme, že výsledkom tejto voľby je nižšia návratnosť v porovnaní s použitím priemeru vzorky.

Analýza skupiny konkurentov

Ak zoberieme do úvahy veľmi rozsiahlu vzorku pozostávajúcu zo všetkých firiem patriacich do kategórie NACE 921 (tvorba a distribúcia filmov a videozáznamov), za obdobie rokov 1994 – 2008 dostaneme viac než 11 000 pozorovaní.

	Medián
Návratnosť použitého kapitálu (ROCE)	13,56 %

([1]) Hans W. Friederiszick a Michael Troge, DG COMP, CET, „Applying the MEIP to State Owned Companies – Lessons learned from the German Landesbanken Cases“ (Uplatnenie zásady investor v trhovom hospodárstve na štátom vlastnené spoločnosti – poučenie z prípadov nemeckej skupiny Landesbanken), *Competition Policy Newsletter*, č. 1, jar 2006.

([2]) K tejto zámene často dochádza preto, lebo niektorí autori učebníc z oblasti financií používajú zjednodušenú súvahu, ktorá obsahuje len vlastný kapitál a finančný dlh, ale nie aktuálne pasíva. V týchto prípadoch sa hodnota ROA naozaj rovná hodnote ROCE. V realite to tak však zvyčajne nie je.

Spoločnosti Pinewood-Shepperton, Carrere Group a Barrandov Studio patria do užšej kategórie NACE so štvormiestnym kódom 9211 (tvorba filmov a videozáznamov). Okrem klasifikácií NACE poskytuje databáza AMADEUS aj presnejšiu definíciu konkurentov rozdelením firiem s rovnakým kódom NACE podľa veľkosti. Spoločnosti Pinewood-Shepperton, Carrere Group a Barrandov Studio patria v rámci kategórie NACE 9211 do skupiny „veľmi veľkých spoločností" („veľmi veľká" nie je absolútna miera, ale relatívna miera v porovnaní s ostatnými firmami patriacimi do kategórie NACE 9211). Medián ([1]) pre túto skupinu konkurentov pozostávajúcu zo 45 spoločností je za roky 2000 – 2006 v prípadoch, keď boli údaje dostupné, takýto:

	Medián
ROCE	10,1 %

Štúdio Babelsberg je v databáze AMADEUS uvedené pod rovnakým kódom NACE ako predchádzajúce tri spoločnosti, ale považuje sa len za „veľkú spoločnosť". Skupina „veľkých spoločností" v rámci kategórie NACE 9211 pozostáva zo 133 spoločností. Medián pre túto skupinu za rovnaké obdobie (2000 – 2006) je:

	Medián
ROCE	10,1 %

Spoločnosť Cinecitta Studios je uvedená pod kódom NACE „reklama", čo znamená, že táto skupina konkurentov nie je vhodná na účely porovnania. Spoločnosť CDL bola zaradená do skupiny konkurentov s kódom NACE 7413 (prieskum trhu a verejnej mienky), ktorá podľa nášho názoru nie je relevantná pre naše posúdenie.

2. *Údaje z databázy ORBIS* ([2])

Na získanie informácií o firmách, ktoré vo svojom podaní uviedli španielske orgány, bolo potrebné využiť databázu ORBIS. V databáze ORBIS boli dostupné informácie o týchto spoločnostiach:

— Pinewood Shepperton

— Studio Babelsberg

— Carrere Group

— Cinecitta

— Ealing Studios

— Barrandov

— Prime Focus

— Ray Corp

— EUROPACORP.

Medián pre tieto spoločnosti za obdobie rokov 2002 – 2007 je:

	Medián
ROCE	10,82 %

Keďže táto skupina spoločností pozostáva z jasne označených konkurentov, nehrozí riziko, že do nej bude zaradená spoločnosť, ktorá v skutočnosti nepôsobí v rovnakom odvetví ako spoločnosť CDL (čo sa môže stať v prípade skupín konkurentov vytvorených v databáze AMADEUS). Pre túto skupinu preto uvádzame aj priemer za obdobie rokov 2000 – 2007.

	Priemer
ROCE	12,26 %

([1]) Ako už bolo uvedené, medián pre túto skupinu je nižší ako aritmetický priemer. Na túto analýzu skupiny konkurentov poskytuje databáza AMADEUS ročný medián hodnoty ROCE pre celú skupinu konkurentov. Na účely zlúčenia údajov v priebehu času (údaj uvedený v texte) sme vypočítali „medián ročných mediánov".

([2]) ORBIS je globálna databáza, ktorá obsahuje informácie o viac než 50 miliónoch spoločností na celom svete (Bureau van Dijk Electronic Publishing).

Záver

Z našej analýzy vyplýva, že príležitostné kapitálové náklady investície do projektu CDL predstavujú 14,91 %. Ak prijmeme nominálnu hodnotu uvedenú v podnikateľskom pláne z roku 2004, ktorý bol navrhnutý spoločnosťou CDL a v analýze spoločnosti LECG, vnútorná miera návratnosti tohto projektu predstavuje 5,74 %. Zdôrazňujeme však, že peňažné toky predpokladané v podnikateľskom pláne z roku 2004 sa javia ako prehnane optimistické najmä vzhľadom na skutočné straty, ktoré spoločnosti vznikli v období rokov 2002 – 2004 [1]. Vzhľadom na informácie, ktoré máme k dispozícii, sa môžeme domnievať, že očakávané peňažné toky uvedené v podnikateľskom pláne z roku 2004 predstavovali hornú hranicu.

Ako sa uvádza v úvode, investor by investoval len do projektu s vnútornou mierou návratnosti vyššou, ako sú príležitostné kapitálové náklady. Investor do projektu CDL by teda požadoval omnoho vyššiu vnútornú mieru návratnosti (minimálne 14,91 %) na to, aby investoval do tohto projektu. Môžeme dospieť k záveru, že investícia do projektu CDL nespĺňala zásadu investora v trhovom hospodárstve.

S použitím hodnoty WACC = 14,91 % a za predpokladu, že prognózy peňažných tokov z roku 2004 predstavujú hornú hranicu, sme vypočítali hodnotu NPV projektu ako súčet diskontovaných peňažných tokov. Na základe informácií španielskych orgánov sa ukazuje, že investícia 199 miliónov je súčtom peňažných tokov v období rokov 2005 – 2007. Peňažný tok za posledné obdobie zahŕňa zostatkovú hodnotu, ktorá sa vypočítala pomocou dividendového diskontného modelu:

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

kde D_t predstavuje dividendy, ktoré sa majú vyplatiť v roku t, g je miera rastu dividend a r je diskontná sadzba.

Toto vyjadrenie je mimoriadne citlivé na parametre D_t a g. Získanie presných odhadov hodnôt D_t and g presahuje účel tohto dokumentu. Z tohto dôvodu používame ako referenčnú hodnotu tie hodnoty, ktoré navrhli španielske orgány, teda D_t = 8 651 (peňažný tok za posledné obdobie) a g = 2,553 % (miera inflácie). Používame však vlastnú odhadovanú diskontnú sadzbu 14,91 %. Na základe týchto hodnôt parametrov má projekt negatívnu čistú aktuálnu hodnotu NPV vo výške – 131,65 milióna.

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	NPV
Peňažný tok	5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	*80 447*	
Diskont	1/(1 + WACC)^5	1/(1 + WACC)^6	1/(1 + WACC)^7	1/(+ WACC)^8	1/(1 + /WACC)^9	1/(1 + WACC)^10	
14,91 %	0,4991	0,4344	0,3780	0,3290	0,2863	0,2491	
DCF	**2 758,17**	**2 849,86**	**2 586,30**	**2 650,40**	**2 378,07**	**20 041,62**	**– 131,65**

Poznámky k posledným predloženým informáciám (25. marca)

Správe z 25. marca chýba metodická presnosť, pričom obsahuje určité zásadné tvrdenia, ktoré sú prinajlepšom nepodložené. Uvádza sa v nej:

[1] Zdroj: Správa spoločnosti ORBIS.

„Na kvantifikáciu tejto návratnosti a predovšetkým rizikovej prémie, ktoré by súkromný investor požadoval od projektu, sa používajú rôzne modely, z ktorých najbežnejší je model oceňovania kapitálových aktív (CAPM). Ak sa napríklad tento model použije v predmetnom prípade, súkromný investor ‚by vyžadoval' rizikovú prémiu – nie návratnosť – vo výške 3,75 % v roku 2000 a 2,07 % v roku 2004."

a ďalej je uvedená táto tabuľka:

Table 1

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

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

Inými slovami, v podaní sa tvrdí, že hodnota beta pre spoločnosť CDL je ß = 0,395. Ide o nepodloženú domnienku, ktorú nepodporujú žiadne spoľahlivé a overiteľné údaje. Navyše odporuje aj zdravému rozumu.

Ďalej uvádzame priame citácie z publikácie Brealeyho a Myersa, hlavnej literatúry citovanej v správe spoločnosti LECG.

"…hodnota beta meria citlivosť cenného papiera na pohyby na trhu. Akcie s hodnotami beta vyššími ako 1,0 majú tendenciu zosilňovať celkové pohyby na trhu. Akcie s hodnotou beta medzi 0 a 1,0 majú tendenciu pohybovať sa rovnakým smerom ako trh, ale nie tak výrazne. Trh, samozrejme, predstavuje ‚portfólio všetkých akcií', takže ‚priemerná' akcia má hodnotu beta 1,0." (kapitola 7, s. 174)

Inými slovami, akcie s vyššou hodnotou beta znamenajú vyššiu volatilitu a sú teda rizikovejšie.

Investícia do spoločnosti CDL je aspoň taká riziková ako investícia do jej zavedených konkurenčných spoločností, ktorých hodnoty beta sú výrazne vyššie ako 1 (pozri hodnotenia spoločností KBC Securities a Spezialist für Finanzaktien).

A napokon, pokiaľ ide o bezrizikovú sadzbu, zdá sa mimoriadne oportunistické hovoriť o súčasnej dočasnej finančnej kríze s cieľom vyvrátiť hodnoty zvolené Komisiou, ktoré zodpovedajú bezrizikovej sadzbe v čase investície do spoločnosti CDL.

Dodatok

Na účely financovania projektu musia investori investovať určitý kapitál. Tento kapitál ma isté náklady. Ide o kapitálové náklady.

Zvyčajne existujú dva rozsiahle zdroje kapitálu:

— vlastný kapitál (E),

— finančný kapitál/dlh (D).

Súčet vlastného kapitálu a dlhového kapitálu dáva celkový kapitál (C) vyjadrený v EUR. Každý z týchto dvoch zdrojov kapitálu má určité náklady. Používame tieto označenia:

— K_e sú náklady na vlastný kapitál vyjadrené v %;

— K_d sú náklady na finančný kapitál (dlh) vyjadrené v %.

Celkové kapitálové náklady sú teda vážené priemerné kapitálové náklady (WACC), pričom zohľadňujú podiel vlastného kapitálu a podiel dlhového kapitálu. Dostaneme teda vzorec:

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

Treba si všimnúť, že hodnoty K_d a K_e predstavujú očakávané náklady na finančný kapitál a vlastný kapitál, nie historické náklady.

Po zohľadnení daňových výhod dlhového financovania a s použitím hodnoty T ako daňovej sadzby vzťahujúcej sa na spoločnosť CDL dostaneme vzorec:

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

V konkrétnom prípade spoločnosti CDL sa v podnikateľskom pláne z roku 2000 nespomína žiaden dlh. Keďže projekt sa v plnej miere financuje vlastným kapitálom, dostaneme nasledujúci vzorec:

$$WACC = K_e$$

PRÍLOHA II

[úprava dokumentu z marca 2010]

Odpoveď na správu z 19. októbra 2009 vypracovanú spoločnosťou LECG

Odpoveď poradenskej spoločnosti LECG na analýzu Komisie sa zameriava na štyri otázky:

1. Údajné chybné použitie modelu CAPM.

   Hoci spoločnosť LECG súhlasí s tým, že analýza na základe modelu CAPM je správnou metódou, spochybňuje hodnoty parametrov, ktoré použilo GR pre hospodársku súťaž. Konkrétnejšie, spoločnosť LECG tvrdí, že:

   — prémia vlastného kapitálu mala byť nižšia,

   — hodnoty beta mali byť takisto nižšie.

2. Pri stanovovaní príslušnej referenčnej hodnoty sa Komisia nemala obmedziť len na podnikateľský plán spoločnosti Consultia IT, ale mala použiť aj podnikateľský plán Arthura Andersena z roku 2000.

3. Komisia nepoužila na odhadnutie očakávanej ziskovosti projektu CDL správne finančné pomery.

4. Komisia navyše nevzala do úvahy očakávané príjmy pochádzajúce z výstavby hotelov a kancelárskych priestorov.

1. **Parametre modelu CAPM**

1.1. *Prémia vlastného kapitálu*

Spoločnosť LECG spochybňuje našu voľbu použiť historické údaje o prémiách podľa Fernándeza (2004) na odhadnutie trhovej rizikovej prémie v Španielsku v rokoch 2000 a 2004. Spoločnosť LECG namiesto toho navrhuje použiť informácie uvedené v novšom článku toho istého autora ([1]).

Ako uvidíme ďalej, v správe spoločnosti LECG sa tento článok cituje veľmi selektívne.

V správe spoločnosti LECG sa tvrdí, že namiesto historickej prémie vlastného kapitálu by sa mala uplatniť požadovaná prémia vlastného kapitálu. Fernández (2009) však tvrdí toto:

„Ľahko možno dospieť k záveru, že neexistuje všeobecne prijímaný bodový odhad prémie vlastného kapitálu ani spoločná metóda jej odhadovania. […]

Odporúčania týkajúce sa prémie vlastného kapitálu uvedené v 150 učebniciach z oblasti financií a oceňovania publikovaných v období rokov 1979 – 2009 sa pohybujú od 3 % do 10 %. Vo viacerých knihách sa na rôznych stranách uvádzajú rôzne prémie vlastného kapitálu a väčšina kníh nerozlišuje medzi štyrmi rôznymi koncepciami označovanými slovným spojením ‚prémia vlastného kapitálu': historická prémia vlastného kapitálu, očakávaná prémia vlastného kapitálu, požadovaná prémia vlastného kapitálu a implikovaná prémia vlastného kapitálu. […]

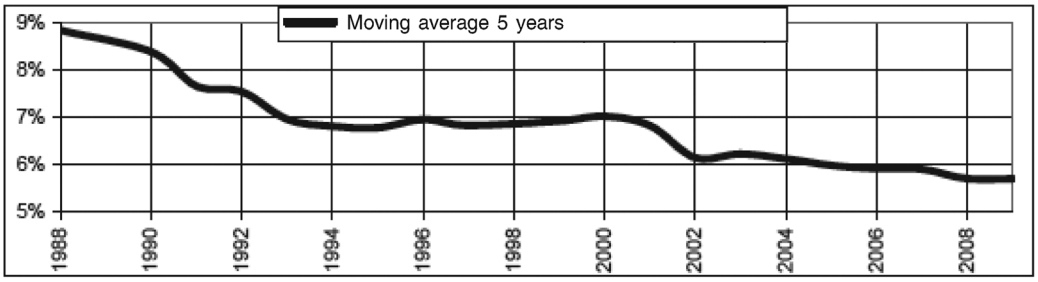
V 129 učebniciach sa očakávaná a požadovaná prémia vlastného kapitálu považujú za synonymá a v 82 učebniciach sa nerozlišuje medzi očakávanou a historickou prémiou vlastného kapitálu."

Navyše pokiaľ ide o konkrétnu hodnotu, spoločnosť LECG vo svojej štúdii navrhuje používať prémiu vlastného kapitálu, ktorú nedávno publikoval Fernández (2009). Fernández navrhuje uplatňovať požadovanú prémiu vlastného kapitálu (Required Equity Premium – REP) v rozsahu 3,8 % až 4,3 %. Existujú minimálne dva dôvody, pre ktoré tento rozsah nemožno uplatniť na naše účely. Po prvé, má vnútorné obmedzenia, pretože je to subjektívne ocenenie jedinej osoby. Treba poznamenať, že Fernández uvádza aj priemernú hodnotu získanú zo 150 učebníc (pozri graf uvedený ďalej). Po druhé – a to je najdôležitejšie –, návrh použiť hodnotu 3,8 % – 4,3 % predstavuje odhad aktuálnej prémie vlastného kapitálu, nie prémie, ktorá platila v rokoch 2000 a 2004. Hodnoty parametrov, ktoré sa použijú v modeli CAPM, musia pochádzať z obdobia podnikateľského rozhodnutia (teda *ex ante*, nie *ex post*). Inými slovami, príslušná prémia vlastného kapitálu je taká prémia, ktorá platila v roku 2000 (alebo 2004),

([1]) Pablo Fernández (2009): *The Equity Premium in 150 Textbooks.* (Prémia vlastného kapitálu v 150 učebniciach), pracovný dokument Obchodnej školy IESE.

nie v roku 2009. V článku Fernándeza (2009) sa v tejto súvislosti *uvádzajú* konsenzuálne odhady hodnoty REP v rokoch 2000 a 2004. Konkrétne hodnota REP z roku 2004 je vyššia ako 6 %, kým hodnota z roku 2000 je približne 7 %. Náš odhad 6,8 % uskutočnený ešte pred uverejnením tohto článku bol v tomto rozsahu, a teda bol správny.

„Na nasledujúcom obrázok je znázornený vývoj pohyblivého priemeru (za posledných 5 rokov) požadovanej prémie vlastného kapitálu (REP), použitého alebo odporúčaného v 150 učebniciach z oblasti financií a oceňovania."



1.2. *Beta*

Pokiaľ ide o hodnotu beta, spoločnosť LECG vo svojej správe spochybňuje použitie odhadov poskytnutých súkromnými spoločnosťami špecializovanými na oceňovanie. Uvádzame odkazy na štúdie, ktoré sme použili:

Carrere (informácie, ktoré sa použili, sa nachádzajú na strane 5 uvedenej správy):

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

Studio Babelsberg (pozri stranu 10):

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

Podľa nášho názoru by práve na týchto miestach súkromný investor hľadal informácie, ak by chcel stanoviť hodnotu beta *ex ante*. Títo analytici majú špecifické zručnosti na posudzovanie ocenení *ex ante*.

Tieto dve štúdie obsahujú hodnoty beta pre niektorých blízkych konkurentov spoločnosti Ciudad de la Luz.

Pablo Fernández, autor, ktorý je v správe spoločnosti LECG vo veľkej miere, ale selektívne citovaný, vo svojich prácach veľakrát preukázal, že historické hodnoty beta (ako ich navrhla spoločnosť LECG) sú takmer bezvýznamné.

Vo svojom článku s názvom Are calculated betas worth for anything? (Majú vypočítané hodnoty beta nejaký význam?) (pracovný dokument Obchodnej školy IESE), Pablo Fernández (2008) uvádza silné argumenty proti používaniu vypočítaných hodnôt beta pri oceňovaní:

„Preukázali sme, že vo všeobecnosti je obrovskou chybou použiť historickú hodnotu beta ako parameter na stanovenie očakávanej hodnoty beta. Po prvé preto, lebo je takmer nemožné vypočítať zmysluplnú hodnotu beta, pretože historické hodnoty beta sa dramaticky menia zo dňa na deň; po druhé preto, lebo veľmi často nemôžeme s relevantnou štatistickou spoľahlivosťou povedať, že beta jednej spoločnosti je nižšia alebo vyššia ako beta druhej spoločnosti; po tretie preto, lebo historické hodnoty beta v mnohých prípadoch nedávajú príliš zmysel: vysokorizikové spoločnosti majú veľmi často nižšie historické hodnoty beta ako nízkorizikové spoločnosti; po štvrté preto, lebo historické hodnoty beta do veľkej miery závisia od toho, aký index použijeme na ich výpočet. […] [1]" (podčiarknutie sme pridali my)

Tretí argument, ktorý uviedol Fernández (2008), slúži aj na podloženie toho, že hodnoty beta uvedené spoločnosťou LECG nemôžu byť správne. Fernández skutočne tvrdí, že vysokorizikové spoločnosti majú vysokú hodnotu beta. To je veľmi intuitívne zistenie: požadovaná návratnosť vysokorizikového projektu (ako je CDL) by mala byť vyššia ako návratnosť diverzifikovaného portfólia (napr. IBEX 35).

[1] Damodaran [Damodaran, Aswath (1994), Damodaran on Valuation. (Damodaran o oceňovaní) New York: John Wiley and Sons] takisto dospel k tomuto záveru, keď vypočítal hodnotu beta pre spoločnosť Disney. S použitím denných údajov dostal hodnotu 1,33, s použitím týždenných údajov dostal hodnotu 1,38, s použitím mesačných údajov hodnotu 1,13, s použitím štvrťročných údajov hodnotu 0,44 a s použitím ročných údajov hodnotu 0,77. S použitím trojročného obdobia dostal hodnotu 1,04, s použitím päťročného obdobia hodnotu 1,13 a s použitím desaťročného obdobia hodnotu 1,18. Hodnoty beta závisia aj od toho, aký index sa použije ako referenčná hodnota, takže hodnota beta vzhľadom na index Dow je 0,99, vzhľadom na S&P 500 je to 1,13 a vzhľadom na Wilshire 5000 je to 1,05.

V inom článku, ktorý sa zameriava na Španielsko („On the instability of betas: the case of Spain" – O nestabilite hodnôt beta: prípad Španielska, 2008, pracovný dokument Obchodnej školy IESE) Pablo Fernández znova dokazuje, že je vážnou chybou používať hodnoty beta vypočítané z historických údajov na výpočet požadovanej návratnosti vlastného kapitálu.

„Je to chyba zo siedmich dôvodov:

1. pretože hodnoty beta vypočítané z historických údajov sa výrazne menia zo dňa na deň;

2. pretože vypočítané hodnoty beta do veľkej miery závisia od toho, aký akciový index sa použije ako trhová referencia;

3. pretože vypočítané hodnoty beta do veľkej miery závisia od toho, aké historické obdobie (5 rokov, 3 roky,…) sa použije na ich výpočet;

4. pretože vypočítané hodnoty beta závisia od toho, aká návratnosť (mesačná, ročná,…) sa použije na ich výpočet;

5. pretože veľmi často nevieme, či je beta jednej spoločnosti nižšia alebo vyššia ako beta druhej spoločnosti;

6. pretože vypočítané hodnoty beta len málo korelujú s návratnosťou akcií;

7. pretože korelačné koeficienty (a hodnoty R2) regresií použitých na výpočet hodnôt beta sú veľmi nízke."

Článok obsahuje množstvo príkladov na podporu všetkých siedmich tvrdení.

2. **Relevantný časový rámec**

V predchádzajúcej analýze sme použili rok 2004 ako referenčný rok na výpočet hodnoty NPV, pretože práve v tomto čase sa uskutočnil záväzok investovať celkovo 199,4 milióna EUR. Ľahko však môžeme zopakovať analýzu aj pre rok 2000. Výsledná hodnota WACC by bola vyššia ako v roku 2004 ([1]) v dôsledku vyššej trhovej rizikovej prémie (ktorá by podľa informácií zhromaždených Fernándezom mala byť približne 7 % – pozri časť 1.1) a vyššej bezrizikovej sadzby (ktorá bola pre Španielsko v roku 2000 5,53 % ([2])). Vnútorná miera návratnosti 8,84 % by teda bola stále omnoho nižšia ako kapitálové náklady (presnejšie: WACC = 5,53 % + 1,59 * 7 % = 16,66 %).

Môžeme zájsť ešte ďalej a vypočítať hodnotu NPV projektu v roku 2000. S ohľadom na všetky upozornenia, ktoré sme zdôraznili v predchádzajúcej analýze (t. j. použitie nominálnej hodnoty peňažných tokov a parametrov použitých na výpočet koncovej hodnoty, samozrejme s výnimkou hodnoty WACC), dostaneme nasledujúcu negatívnu hodnotu NPV:

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

([1]) Podľa našich výpočtov bola hodnota WACC v roku 2004 14,91, pričom sme použili bezrizikovú sadzbu 4,1 % a trhovú rizikovú prémiu 6,8.

([2]) Pozri štatistiku organizácie OECD.

3. **Finančné pomery**

Autori správy LECG súhlasia s naším názorom, že model CAPM predstavuje správny nástroj na vyhodnotenie kapitálových nákladov *ex ante*. Správa navyše neobsahuje žiadne argumenty, ktoré by spochybnili použitie hodnoty ROCE ako parametra na stanovenie hodnoty WACC. Nie je preto potrebné opakovať argumenty uvedené v predchádzajúcom dokumente. Mohlo by však stáť za to zopakovať, prečo je hodnota ROCE najvhodnejším pomerom. Keďže hospodárska ziskovosť spoločnosti sa meria *ex post* ako rozdiel medzi návratnosťou použitého kapitálu a kapitálovými nákladmi, intuitívne z toho vyplýva, že ak by sme chceli vytvoriť referenčnú hodnotu na základe historických údajov o konkurentoch s cieľom stanoviť minimálnu návratnosť vyžadovanú investormi, vhodným parametrom by bola priemerná hodnota ROCE v danom odvetví.

4. **Rozšírenie investície na hotely a kancelárske priestory**

Tvrdenia týkajúce sa tohto bodu vychádzajú z nových dôkazov, konkrétne zo šiestich správ o ocenení pozemkov. V prvom rade chceme poznamenať, že tieto dôkazy boli vytvorené až *ex post*, a teda neboli súčasťou informácií dostupných v tom čase potenciálnemu investorovi ([1]). Po druhé, konštatujeme, že v správe Arthura Andersena sa hovorí len o možnosti vybudovať hotelový komplex (vo fáze III) a určité kancelárske priestory (vo fáze IV). Správa obsahuje odhad nákladov na vybudovanie hotelov a kancelárií, ale neobsahuje žiadne súvisiace príjmy, takže chýbajú informácie na posúdenie ziskovosti územného rozvoja. Vlastne nebol poskytnutý žiadny podnikateľský plán týkajúci sa rozvoja vo fázach III a IV. V podnikateľskom pláne spoločnosti Consultia IT sa hotely spomínajú len nepriamo prostredníctvom poznámky o zóne doplnkových služieb, pričom kancelárie sa nespomínajú vôbec. Tieto činnosti sa navyše vôbec nezohľadňujú v časti o hospodárskych a finančných prognózach. Inými slovami, súkromní investori by v žiadnej fáze nemali k dispozícii podnikateľský plán týkajúci sa územného rozvoja. Táto skutočnosť nasvedčuje tomu, že posúdenie projektu *ex ante* by malo vychádzať výlučne z podnikateľského plánu týkajúceho sa filmových štúdií, keďže všetky relevantné dôkazy nasvedčujú tomu, že územný rozvoj nebol súčasťou pôvodného podnikateľského plánu. V podaní spoločnosti LECG z apríla 2008 sa v časti 5 (*Prevádzková hodnota hotelového komplexu a komerčnej zóny v Ciudad de la Luz*) vyslovene uvádza, že podrobnosti o investícii do komplexu služieb (hotely a komerčná zóna) sa neanalyzovali ani v jednom z dvoch podnikateľských plánov, pretože i) uvedené služby by sa v každom prípade vybudovali až po štúdiu a ii) ziskovosť štúdia bola dostatočne vysoká, a preto v tom čase nebolo potrebné analyzovať doplnkové peňažné toky, ktoré by projekt Ciudad de la Luz mohol vytvárať.

Jedinú podstatnú informáciu týkajúcu sa posudzovania pozemkov predstavujú ponuky, ktoré dostala spoločnosť Ciudad de la Luz v roku 2005 na výstavbu a prevádzku hotelov a komerčnej zóny, ktoré už boli uvedené v časti 5. Tieto ponuky predstavujú ocenenie zo strany trhu v čase uskutočnenia investičného rozhodnutia, teda v období, ktoré bolo navyše charakteristické rozmachom trhu s nehnuteľnosťami. Ako vysvetlíme v ďalšej časti, ocenenia spoločnosti EUROVAL neposkytujú primerané usmernenie v súvislosti s hodnotou parciel pozemku.

Na účely výpočtu hodnoty NPV vrátane ďalšieho územného rozvoja možno použiť cenu stanovenú trhom (skutočnosť, že je pomerne nízka, ako uviedli aj Španieli, je v skutočnosti dôkazom toho, že rozvoj týchto pozemkov sa súkromným investorom nezdal príliš atraktívny).

V nasledujúcej tabuľke uvádzame výpočty hodnoty NPV, ktoré zahŕňajú aj rozvoj pozemkov na základe skutočných ponúk z roku 2005 (560 000 EUR ročne, upravené o infláciu, podľa údajov spoločnosti LECG). Je úplne zreteľné, že hodnota NPV zostáva záporná.

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

([1]) Rovnako uvažujú aj autori správy spoločnosti LECG z 25. apríla 2008, keď hneď na úvod (na začiatku časti 2.1.) tvrdia, že podstatná otázka v súvislosti s použitím modelu MEIP znie: „Na základe informácií dostupných v čase uskutočnenia investície, ponúkal projekt dostatočnú ziskovosť na to, aby presvedčil súkromného investora, aby sa rozhodol vykonať túto investíciu? […] Investičné rozhodnutie sa musí analyzovať z pohľadu 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
DCF	**– 1 167,26**	**– 2 059,19**	**– 2 601,00**	**– 102 355,76**	**– 41 835,77**	**– 16 149,82**	**2 901,01**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	NPV
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**

Sériu správ o ocenení pozemkov pripravila spoločnosť Euroval. Tieto správy si nechala vypracovať spoločnosť Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana, investor do projektu Ciudad de la Luz (CDL). Účelom správ je poskytnúť objektívne ocenenie pozemku, ktorý by sa použil na výstavbu hotelov a kancelárií v komplexe CDL. Obsahujú ocenenia v rokoch 2000, 2002 a 2009. Pre každý z týchto rokov sú ocenené dve parcely: jedna určená na výstavbu hotelového komplexu a druhá na výstavbu kancelárskych budov, čo celkovo predstavuje 6 správ o ocenení.

Keďže správy používajú prevažne rovnakú metodiku, niektoré naše poznámky sú všeobecné. Ak odkazujeme na konkrétne tvrdenie, je citovaná príslušná správa, ktorá toto tvrdenie obsahuje.

V tejto časti opisujeme nedostatky uvedených správ, pričom sme dospeli k záveru, že ocenenia, ktoré sú v nich uvedené, sú nedôveryhodné. Okrem toho v tejto časti konštatujeme, že správa o ocenení je nezlučiteľná s niektorými tvrdeniami v dokumentoch, ktoré predtým poskytli španielske orgány. A napokon uvádzame, aké údaje sa mohli použiť na získanie odhadu hodnoty pozemku.

4.1. *Správy*

Ako možno vidieť, spoločnosť Euroval nepodpísala ani neopečiatkovala žiadnu z týchto správ, takže vôbec neexistuje žiadny dôkaz o tom, že tento subjekt prijíma zodpovednosť za ocenenia.

Španielske orgány tvrdia, že správy o ocenení pozemkov vypracované v rokoch 2000 a 2002 nespĺňajú požiadavky ministerskej vyhlášky ECO 805/2003 o oceňovaní budov, „pretože ich účel je iný ako rozsah uplatňovania tejto vyhlášky“ (napr. na strane 3 správy obsahujúcej ocenenie kancelárskych priestorov v roku 2000). Nie je vysvetlené, prečo by sa nemala uplatňovať uvedená ministerská vyhláška. Uvedená ministerská vyhláška sa spomína aj v súvislosti so zákonom 6/1998 o oceňovaní pozemku (strana 13 uvedenej správy). Španielske orgány tvrdia, že keďže ide o spätné ocenenie za rok 2000 uskutočnené v roku 2002, „činná technická skupina môže použiť také úpravy výpočtov a hypotézy, aké považuje za najvhodnejšie z hľadiska sledovaného cieľa“. „Úpravy“ ani „hypotézy“ však nie sú vymedzené. Ďalej nie je jasné ani to, prečo sa nemôže uplatniť platný zákon, a to najmä v súvislosti s ocenením pozemku. Neuvádza sa ani odôvodnenie neuplatňovania zákonov platných v tom čase.

Správa poskytujúca *súčasné* (2009) ocenenie parcely určenej na výstavbu kancelárskych budov obsahuje ešte prekvapivejšie tvrdenie. Uvádza sa v nej, že metódy oceňovania platné podľa *súčasných platných právnych predpisov* možno upraviť, pretože: „keďže účelom ocenenia je nepeňažný príspevok v danom čase, činná technická skupina môže použiť také úpravy výpočtov a hypotézy, aké považuje za najvhodnejšie z hľadiska sledovaného cieľa.“ Inými slovami, keďže ocenenie nebude viesť k peňažnej transakcii, je možné upraviť metódy oceňovania, ktoré sa musia

uplatňovať podľa zákona. Presnejšie povedané, keďže nejde o skutočné peniaze či transakciu, technická skupina priznáva, že si myslí, že môže vykonať také úpravy, aké považuje za vhodné z hľadiska „sledovaného cieľa“.

Nemožno sa preto čudovať, že spoločnosť Euroval sa oficiálne nepodpísala pod žiadnu zo šiestich správ.

4.1.a) Správy týkajúce sa výstavby kancelárskych priestorov (parcela NNT)

V správach by malo byť jasnejšie vysvetlené aj to, čo znamená „terciárne využitie“ pozemku.

Najnápadnejším nedostatkom týchto správ je spôsob, akým sa v nich stanovujú referenčné ceny kancelárskych priestorov v komplexe Ciudad de la Luz. Na strane 18 správy z roku 2000 je uvedených deväť transakcií vrátane ceny zaplatenej za meter štvorcový. Tieto transakcie sa uskutočnili v období od decembra 1999 do septembra 2000, pričom priemerná zaplatená cena bola 1 111,7 EUR za meter štvorcový. Táto hodnota sa použila ako referenčná cena kancelárskych priestorov v komplexe Ciudad de la Luz.

Komplex Ciudad de la Luz sa nachádza mimo mesta Alicante v blízkosti priemyselného komplexu (*polígono industrial*). Naopak, deväť spomínaných transakcií sa týka kancelárií (priemerná veľkosť: 115,26 metra štvorcového) nachádzajúcich sa na najprestížnejších obchodných uliciach v Alicante. Použitie týchto transakcií na stanovenie referenčnej ceny za 66 576,54 m^2, ktoré by sa zastavali v Ciudad de la Luz, jednoducho nedáva zmysel.

V správe sa na účely zníženia súčasných hodnôt používa španielsky index spotrebiteľských cien (CPI – Indice de Precios al Consumo, IPC). Index IPC sa používa najmä na zníženie súčasného ocenenia pozemku späť na úroveň v roku 2000 (s. 24). Konštatujeme, že index CPI/IPC, ako nasvedčuje aj jeho názov, nezahŕňa infláciu cien aktív, pretože sa vypočítava na základe spotrebiteľského koša. Z dôvodov, ktoré sú vysvetlené ďalej, použitie indexu CPI/IPC na zníženie hodnoty pozemkov a/alebo hodnoty nehnuteľností nie je ani zďaleka neškodné.

Je dobre známe, že Španielsko zažilo rozmach výstavby obytných budov, ktorý trval viac než 10 rokov (jeho súčasné makroekonomické problémy do veľkej miery súvisia práve s touto bublinou). Ceny pozemkov v dôsledku toho stúpali omnoho rýchlejšie ako všeobecný index CPI.

Podľa štatistík, ktoré zhromaždilo Ministerstvo bývania španielskej vlády (Ministerio de Vivienda, http://www.mviv.es/es/), sa počas obdobia od prvého štvrťroku 2000 do tretieho štvrťroku 2009 (toto obdobie bolo zvolené preto, lebo zodpovedá obdobiu použitému v správe spoločnosti Euroval z roku 2000: január 2000 až august 2009) ceny obytných budov v provincii Alicante zvýšili o 122,2 %. Zbežný pohľad na časový sled ukazuje, že ceny obytných budov sa zvyšovali rýchlejšie na začiatku obdobia, ktoré sa posudzuje.

Ten istý štatistický zdroj poskytuje aj údaje o cenách pozemkov, ale, žiaľ, sled začína až v roku 2004. Priemerná cena za meter štvorcový mestského pozemku v provincii Alicante v prvej štvrtine roka 2004 dosahovala 234,3 EUR/m^2. Príslušná cena pre obce v provincii Alicante s viac než 50 000 obyvateľmi v prvej štvrtine roka 2004 dosahovala 464,9 EUR/m^2.

Keďže cena pozemku, ktorý možno použiť na skutočný rozvoj mestského pozemku, úzko súvisí s cenami obytných budov, približný odhad deflátora pre ceny pozemkov počas obdobia od prvého štvrťroka 2000 do štvrtého štvrťroka 2003 dostaneme tak, že sa pozrieme na infláciu cien obytných budov počas rovnakého obdobia. Podľa španielskeho ministerstva bývania sa ceny obytných budov v provincii Alicante zvýšili v období od prvého štvrťroka 2000 do tretieho štvrťroka 2003 o 80,1 %.

Takže bez ohľadu na to, či použijeme priemernú cenu pozemkov v celej provincii (234 EUR/m^2 v období prvého štvrťroka 2004), alebo cenu vo väčších obciach (464,9 EUR/m^2 v období prvého štvrťroka), použitie deflátora rovnakej hodnoty (+/– 80 %) by viedlo k cenám pozemkov v období prvého štvrťroka 2000 omnoho nižším, ako sú uvedené v správe spoločnosti Euroval.

Treba tiež uviesť, že pokiaľ ide o vývoj cien, správy si navzájom protirečia. Ako už bolo spomenuté, na strane 18 správy z roku 2000 je uvedených deväť transakcií vrátane ceny zaplatenej za meter štvorcový. Tieto transakcie sa uskutočnili v období od decembra 1999 do septembra 2000, pričom priemerná zaplatená cena bola 1 111,7 EUR za meter štvorcový. Táto hodnota sa použila ako referenčná cena kancelárskych priestorov v komplexe Ciudad de la Luz.

V správe z roku 2009 sa používa rovnaká metodika. Na strane 18 je uvedených sedem transakcií, ktoré sa uskutočnili v období od apríla 2007 do decembra 2008. Priemerná hodnota je 2 736,22 EUR za meter štvorcový. Správa z roku 2009 teda poskytuje jasný dôkaz toho, že inflácia nehnuteľností bola omnoho vyššia ako 33,5 %, čo je uvedené v správe z roku 2000. Porovnaním týchto dvoch správ dostaneme infláciu vo výške 146,1 %. To je v súlade so správami ministerstva bývania: v období od prvého štvrťroka 2000 do druhého štvrťroka 2008 (obdobie, v ktorom sa uskutočnila väčšina transakcií uvedených v správe z roku 2009) sa ceny obytných budov v provincii Alicante zvýšili o 152,1 %.

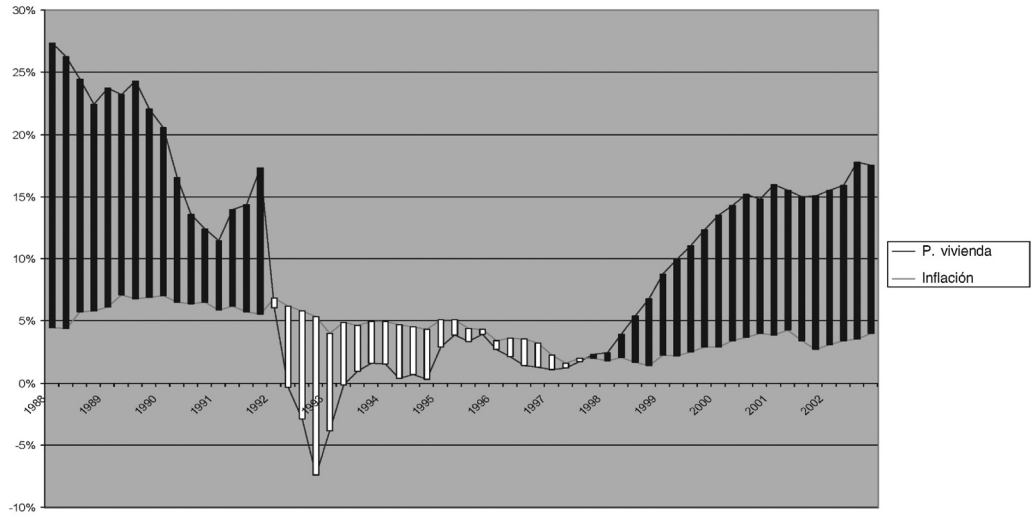
Skutočnosť, že na účely stanovenia aktuálnych cien sú hodnoty uvedené v správe z roku 2009 znížené o 15 %, nemení celkový obraz, pokiaľ ide o príslušné hodnoty.

Mimochodom, chceli by sme znova pripomenúť, že použitie cien malých kancelárií v centre mesta Alicante na stanovenie referenčnej ceny komplexu Ciudad de la Luz nedáva zmysel.

Zohľadniť treba aj ďalšie dve poznámky. Po prvé, v období rozmachu trhu s nehnuteľnosťami sa ceny pozemkov zvyčajne zvyšujú rýchlejšie ako konečné ceny nehnuteľností. Index cien obytných budov v každom prípade podceňuje infláciu cien pozemkov. Po druhé, priemerná cena pozemku vo veľkých obciach pravdepodobne nezodpovedá cenám pozemkov na takom mieste, na akom sa nachádza CDL. Väčšina základných údajov použitých na vypočítanie tejto priemernej ceny sa v skutočnosti týka pozemkov nachádzajúcich sa v mestách alebo ich bezprostrednom okolí (napr. na predmestiach, „urbanizaciones“), kým filmové štúdia CDL sa nachádzajú mimo mesta na mieste s malým počtom obytných budov (ak tam vôbec nejaké sú).

A nakoniec, infláciu cien obytných budov ilustruje materiál slúžiaci na výučbu študentov druhého ročníka na univerzite Unversidad Carlos III de Madrid, ktorý sa nachádza na adrese: http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/, materiales, Tema I, snímka 67, ktorý uvádzame ďalej. Tento obrazový dôkaz znova potvrdzuje, že ceny obytných budov sa zvyšujú rýchlejšie ako index CPI/ICP.

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



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

Vo všetkých správach sú argumenty použité ako dôkaz toho, že náklady na územný rozvoj sú nulové, skôr slabé vzhľadom na to, že by vznikli určité dodatočné náklady.

A na záver, v prípade kancelárskeho komplexu (NNT) je rozdiel 35 % (2002) alebo viac než 50 % (2000) medzi hodnotami získanými pomocou dvoch metód oceňovania (dynamická reziduálna metóda a nárast indexu CPI) známkou mimoriadne špekulatívneho charakteru tohto postupu.

4.1.b) Správy o ocenení parcely určenej na výstavbu hotelového komplexu (parcela NNH)

Správy z rokov 2000 a 2002 týkajúce sa druhej parcely („NNH“) trpia rovnakými nedostatkami (napr. použitie neprimeraného deflátora, chýbajúce odôvodnenie nepoužitia metód oceňovania stanovených španielskymi zákonmi atď.). Ako už bolo uvedené, ani jedna z týchto správ nie je podpísaná alebo opečiatkovaná.

Niekoľko doplnkových poznámok je však na mieste. V správach z rokov 2000 a 2002 sú stanovené referenčné ceny hotelových izieb s použitím priemerných cien. Neuvádza sa však zdroj a nie je ani jasné, či sa ceny týkajú provincie Alicante (správa z roku 2002) alebo Comunidad Valenciana (správa z roku 2000).

Výsledné priemerné ceny sú 44,95 EUR/noc v správe z roku 2000 a 47,65 EUR/noc v správe z roku 2002. Hoci zdroj na podporu týchto hodnôt nebol uvedený, hodnoty nie sú v rozpore s predchádzajúcimi údajmi.

Naopak v správe z roku 2009 je na účely stanovenia referenčnej ceny uvedený zoznam 6 hotelov s dobrou polohou, pričom všetko sú to štvorhviezdičkové a päťhviezdičkové hotely. Táto referenčná cena bola stanovená na 104 EUR/noc. Nie je nijak vysvetlené, prečo sa metodika stanovenia referenčných cien líši od metodiky použitej v správach z rokov 2000 a 2002.

Čo je však dôležitejšie, je ťažké pochopiť, prečo sa správa zameriava na štvorhviezdičkové a päťhviezdičkové hotely. Sú k dispozícii nejaké informácie o tom, že bude existovať dopyt po štvorhviezdičkových a päťhviezdičkových hoteloch mimo Alicante v blízkosti diaľnice a „poligono industrial“?

Rovnako je dosť veľavravné, že jediný hotel v blízkosti komplexu CDL bol vynechaný. Ide o hotel IBIS, ktorého ceny sa *v lete roku 2010* pohybovali v rozmedzí od 49 EUR za noc (http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml, údaje boli získané 24. februára 2011). Ako ďalší dôkaz možno uviesť skutočnosť, že luxusné apartmány v blízkosti golfového ihriska (a pomerne blízko k filmových štúdiám CDL) účtovali v auguste 2010 (vrchol sezóny) 80 EUR za noc (http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, údaje boli získané 24. februára 2011).

Správa o parcele NNH z roku 2009 obsahuje aj ďalšie prekvapujúce tvrdenia. Človek je najprv príjemne prekvapený zistením, že metóda použitá na ocenenie je v súlade so zákonom (na strane 13 sa píše: „Metodickými referenciami sú kritériá stanovené v ministerskej vyhláške ECO 805/2003 o oceňovaní nehnuteľností a v zákone 6/1998 z 13. apríla 1998 o oceňovaní pozemkov, pričom cieľom ocenenia je stanoviť hodnotu v súčasnosti.“ Na strane 25 sa však dozvieme, že správa o ocenení nakoniec *nebola* v súlade s požiadavkami stanovenými v ministerskej vyhláške: „V súlade s článkom 61 ods. 1 písm. b) vyhlášky ECO 805/2003 z marca 2003 o pravidlách oceňovania nehnuteľností chceme upozorniť, že táto správa o ocenení nie je formálne v súlade s touto vyhláškou, pretože jej účel je iný ako rozsah uplatňovania vyhlášky“ (*„por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma*“).

Treba tiež poznamenať, že je zaujímavé, že existuje obrovský rozdiel medzi odhadmi ceny za meter štvorcový medzi dvoma parcelami (NNH a NNT). Hoci nepopierame, že plánované využitie (kancelárie/hotely) môže vysvetľovať časť rozdielu, tento rozdiel je stále zarážajúci. V prípade hotelov sa ceny pohybujú od 144,12 EUR/m^2 (2000) do 188,35 EUR/m^2 v roku 2009. V prípade kancelárskych priestorov sú príslušné hodnoty v rozsahu od 491,64 EUR/m^2 (2000) do 800 EUR/m^2 v roku 2009. Ako možno vysvetliť výrazný rozdiel vo vývoji cien (inflácii) týchto dvoch parciel ležiacich vedľa seba? Ako je možné, že tento rozdiel je viac než 300 %?

Máme dospieť k záveru, že to je preto, lebo metodika použitá na ocenenie parcely určenej na výstavbu hotelov viac zodpovedá normám stanoveným zákonom? Alebo je dôvodom vyššia transparentnosť cien za noc v hoteli?

V správach sa takisto tvrdí, že variabilné náklady predstavujú 50 % príjmov (napr. na stranách 18 – 19 správy z roku 2009). Odkiaľ pochádza odhad takých vysokých marží?

Náklady na výstavbu sa odhadli na základe referenčného cenového modulu. V správach z rokov 2000 a 2002 boli zvolené správne hodnoty. V správe z roku 2009 sa však použila hodnota z roku 2006. Prečo?

4.2. *Rizikové prémie*

Konštatujeme tiež, že autori správ uznávajú, že investícia do hotelových priestorov je rizikovejšia ako investícia do kancelárskych priestorov (napr. na stranách 12 a 26 správy z roku 2000). Španielske orgány vždy konzistentne predpokladali výstavbu „hotelového komplexu“.

V správe sa takisto uvádza, že diskontná sadzba (*tipo de actualización*) sa vypočítava podľa nasledujúceho vzorca (strana 16 správy z roku 2000):

i = bezriziková sadzba + riziková prémia

Na tej istej strane sú v tabuľke uvedené minimálne rizikové prémie, ktoré sa majú použiť. Príslušné prémie sú vyššie ako *ex ante* očakávaná návratnosť investície do projektu Ciudad de la Luz.

A nakoniec, riziková prémia použitá vo výpočtoch uvedených na strane 21 správy z roku 2000 (10 %) je nižšia ako riziková prémia uvedená v príslušnej tabuľke na strane 16 (11 %).

4.3. *Spoľahlivé ocenenia*

Na získanie spoľahlivého ocenenia pozemku mali byť poskytnuté ocenenia približne 2000 rôznych parciel s podobnými charakteristikami, pokiaľ ide o veľkosť a miesto (v blízkosti priemyselného komplexu Aguas Amargas), ktoré sú určené na „terciárne použitie“ a „hotelové použitie“.