

## II

(Actos no legislativos)

## DECISIONES

## DECISIÓN DE LA COMISIÓN

de 8 de mayo de 2012

relativa a la ayuda estatal SA.22668 [c 8/08 (ex NN 4/08)] concedida por España a Ciudad de la Luz SA

[notificada con el número C(2012) 3025]

(El texto en lengua española es el único auténtico)

(Texto pertinente a efectos del EEE)

(2013/126/UE)

LA COMISIÓN EUROPEA,

Visto el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y, en particular, su artículo 108, apartado 2, párrafo primero,

Visto el Acuerdo sobre el Espacio Económico Europeo y, en particular, su artículo 62, apartado 1, letra a),

Después de haber emplazado a los interesados para que presentaran sus observaciones, de conformidad con los artículos citados <sup>(1)</sup>, y teniendo en cuenta dichas observaciones,

Considerando lo siguiente:

## I. PROCEDIMIENTO

- (1) El 22 de febrero de 2007, la Comisión recibió una denuncia en materia de ayudas estatales del denunciante A <sup>(2)</sup> en relación con la supuesta ayuda concedida por la Comunitat Valenciana al complejo de estudios cinematográficos Ciudad de la Luz. El 15 de marzo de 2007 el denunciante A confirmó que su denuncia podía remitirse a las autoridades españolas.
- (2) El 10 de abril de 2007, la Comisión remitió la denuncia en su integridad a las autoridades españolas, solicitando información sobre la presunta ayuda. No se había notificado a la Comisión ninguna medida de apoyo al cine en Valencia con vistas a su autorización con arreglo a las normas de ayuda estatal.
- (3) Tras solicitar el 18 de abril de 2007 una prórroga del plazo (concedida el 24 de abril), las autoridades españolas respondieron el 15 de junio de 2007 a la solicitud de información de la Comisión.

- (4) El 30 de abril de 2007, el denunciante A facilitó enlaces a artículos publicados en *Variety* en los que supuestamente se explicaban las subvenciones que se ofrecían al rodaje de películas en la Comunitat Valenciana y se confirmaba que Ciudad de la Luz estaba atrayendo producciones cinematográficas de elevado presupuesto <sup>(3)</sup>.
- (5) El 13 de julio de 2007, la Comisión solicitó información adicional a las autoridades españolas. Tras solicitar el 18 de julio de 2007 una prórroga del plazo, concedida el 19 de julio, las autoridades españolas respondieron a la solicitud de información de la Comisión el 8 de octubre de 2007.
- (6) El 15 de julio de 2007, la Comisión recibió una denuncia del denunciante B <sup>(4)</sup>. Tras recibir el acuerdo del denunciante, el 2 de agosto de 2007 la Comisión remitió su denuncia a las autoridades españolas.
- (7) Mediante carta de 13 de febrero de 2008, la Comisión informó a las autoridades españolas de que había decidido incoar el procedimiento establecido en el artículo 108, apartado 2, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea en relación con la ayuda. Las autoridades españolas respondieron el 28 de abril de 2008.
- (8) La Decisión de la Comisión de incoar el procedimiento se publicó en el *Diario Oficial de la Unión Europea* <sup>(5)</sup>. La Comisión invitó a los terceros interesados a presentar sus observaciones a propósito de la ayuda.

<sup>(3)</sup> *New Valencia studio offers film rebates* (Nuevos estudios valencianos ofrecen descuentos para el rodaje de películas) (<http://www.variety.com/article/VR1117958591.html?categoryid=19&cs=1>; *Polanski's Pompeii takes shape* (la Pompeya de Polanski toma forma) <http://www.variety.com/article/VR1117963040?refcatid=19&printerfriendly=true>).

<sup>(4)</sup> El denunciante B es uno de los grandes operadores del sector cinematográfico europeo, que también ha solicitado que no se revele su identidad.

<sup>(5)</sup> Véase la nota a pie de página 1.

<sup>(1)</sup> DO C 134 de 31.5.2008, p. 21.

<sup>(2)</sup> El denunciante A es un gran estudio cinematográfico europeo, que ha solicitado que no se revele su identidad.

- (9) La Comisión recibió observaciones de terceros interesados y las remitió a España el 3 de octubre de 2008. Los comentarios de las autoridades españolas se recibieron los días 21 de noviembre y 29 de diciembre de 2008.
- (10) A raíz de una reunión celebrada el 11 de febrero de 2009 entre la Comisión y las autoridades españolas, España facilitó información adicional el 30 de marzo de 2009.
- (11) El 26 de agosto de 2009, la Comisión envió una nueva solicitud de información a España a la que las autoridades españolas respondieron el 20 de octubre de 2009, ofreciendo información adicional el 1 de febrero de 2010.
- (12) El 24 de mayo de 2011, la Comisión remitió una nueva solicitud de información en la que informaba a España de la designación de un consultor económico independiente, Ecorys. España respondió el 7 de junio de 2011. La Comisión respondió a España el 22 de julio de 2011.
- (13) El 1 de agosto de 2011, la Comisión envió a las autoridades españolas su última solicitud de información, incluido el informe de Ecorys. España presentó sus comentarios al informe de Ecorys el 3 de octubre de 2011. El 11 de abril de 2012, España facilitó nuevos datos sobre la inversión pública en Ciudad de la Luz SAU.
- II. DESCRIPCIÓN DETALLADA**
- (14) Situado a las afueras de Alicante (Comunitat Valenciana), Ciudad de la Luz es un gran complejo de estudios cinematográficos. La Generalitat Valenciana adoptó la decisión inicial de invertir en el proyecto Ciudad de la Luz el 24 de octubre de 2000.
- (15) Ciudad de la Luz SA se constituyó el 2 de noviembre de 2000. Su objetivo era desarrollar las actividades necesarias para la promoción, organización y gestión del complejo Ciudad de la Luz, incluida la construcción, gestión y explotación de instalaciones audiovisuales y cinematográficas, amén de otras actividades afines de ocio y alojamiento.
- (16) El 75 % del capital social inicial de 600 000 EUR de Ciudad de la Luz SA era propiedad de Parque Temático de Alicante SAU, que se convirtió posteriormente en Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (SPTCV). SPTCV es una empresa pública que desarrolla actividades de inversión por cuenta de la Generalitat Valenciana. El 25 % restante era propiedad de Producciones Aguamarga SL, empresa privada que se encargaba de llevar a cabo las obras de construcción restantes, de la promoción de Ciudad de la Luz y de la gestión de los estudios.
- (17) En noviembre de 2001, el capital social se incrementó hasta 9 millones EUR. SPTCV adquirió la totalidad de las nuevas acciones con lo que su participación ascendió hasta el 98,4 %. SPTCV volvió a incrementar su participación en febrero de 2003 y mayo de 2004 mediante adquisiciones similares de nuevo capital social. En julio de 2004 Producciones Aguamarga vendió su participación del 0,2 % de Ciudad de la Luz SA <sup>(6)</sup> a SPTCV (por 139 059 EUR). Desde entonces, la Generalitat Valenciana ha sido propietaria del 100 % del capital social de Ciudad de la Luz SAU a través de SPTCV. Desde ese momento, Ciudad de la Luz SAU ha sido una empresa pública propiedad en su totalidad de SPTCV y sujeta al Derecho público en materia de contratación y supervisión financiera. No obstante, Producciones Aguamarga siguió ocupándose de gestionar Ciudad de la Luz.
- (18) El complejo de estudios cinematográficos abrió sus puertas a las actividades de rodaje en agosto de 2005. Concebido para acoger las mayores producciones fílmicas, las obras de construcción comenzaron en 2002 y se han llevado a cabo en tres fases:
- fase 1 (finalizada): 6 platós de rodaje con aire acondicionado y una superficie total de 11 000 m<sup>2</sup>, edificios de apoyo a la producción, 15 050 m<sup>2</sup> de talleres y almacenes, y 2 zonas de rodaje de exteriores (*back lots*) de un total de 14 hectáreas,
  - fase 2 (finalizada después de que se incoara el procedimiento de investigación formal): instalaciones de restauración, un edificio de administración, un laboratorio de postproducción y una tercera zona de rodaje de exteriores de 5 hectáreas con un tanque acuático de rodaje,
  - fase 2B (sin comenzar): un gran estanque de agua profunda con horizonte natural,
  - fase 3 (sin comenzar): un plató de rodaje de 5 000 m<sup>2</sup> (que pretende ser el mayor del mundo), otra zona de rodaje y 4 estudios de televisión.
- (19) El complejo alberga también un centro universitario consagrado a la producción audiovisual (cine, TV, radio, internet). El Centro imparte estudios de grado máster que abarcan todas las facetas de la producción (artística, mercadotecnia técnica, comunicación). En los planes iniciales del año 2000 se incluían otras inversiones complementarias en centros comerciales, hoteles y un complejo deportivo adyacentes que iban a poder generar un flujo de

<sup>(6)</sup> Con la transferencia de capital de 7 de octubre de 2004, Ciudad de la Luz SA se convirtió en Ciudad de la Luz SAU, una sociedad anónima unipersonal cuyo capital social era enteramente propiedad de SPTCV.

caja positivo para el complejo, pero que no se han desarrollado a día de hoy. Aunque la Generalitat Valenciana aportó los terrenos necesarios en 2004 y en 2005 se pusieron en marcha las licitaciones para la explotación de estas actividades en forma de concesión, las ofertas recibidas no fueron lo suficientemente atractivas, por lo que no se han efectuado las inversiones adicionales.

- (20) Determinados aspectos de las instalaciones de vanguardia de Ciudad de la Luz han colocado al complejo cinematográfico en una posición de privilegio en relación con el escaso número de grandes estudios de cine que compiten con él en términos de capacidad por las películas de gran presupuesto. Así, por ejemplo, en los planes originales de Ciudad de la Luz, el plató de rodaje de 5 000 m<sup>2</sup> habría sido el mayor del mundo (7). La Comisión señala que los grandes platós de rodaje solo son de interés para las grandes producciones cinematográficas.
- (21) Hasta hace poco, el estudio de cine fue gestionado por Aguamarga Gestión de Estudios SL, que ejercía de agente a cambio de una remuneración con arreglo a un contrato de gestión plurianual celebrado con el accionista.

#### **Inversiones públicas realizadas por SPTCV y planes de negocio de Ciudad de la Luz**

- (22) Antes de que comenzaran las obras de construcción, en 1999-2000, algunos consultores independientes analizaron la viabilidad, el alcance y las líneas estratégicas del desarrollo de Ciudad de la Luz en cuatro estudios facilitados por las autoridades españolas en el contexto del procedimiento de investigación formal.
- (23) Estos estudios examinaban las perspectivas de crecimiento del número de producciones cinematográficas (8), comparaban ubicaciones alternativas en la Comunitat Valenciana para la construcción de estudios cinematográficos (9) y presentaban un análisis preliminar (10) y un plan de negocio (11) para un complejo de estudios cinematográficos. Las autoridades españolas no habían facilitado estos estudios antes de que la Comisión adoptara su Decisión de incoar el procedimiento de investigación formal en materia de ayudas estatales en relación con

el proyecto. Los datos que figuran en la Decisión de incoación de 22 de febrero de 2008 procedían de un estudio (elaborado por Consultia) que, según las autoridades españolas habían asegurado a la Comisión, se realizó en 2002. No obstante, después de la Decisión de incoación, España informó a la Comisión de que este estudio se había realizado en 2004.

- (24) Las conclusiones del plan de negocio de 2000 elaborado por Arthur Andersen (12) eran positivas, incluidas sus perspectivas de rentabilidad a medio y largo plazo. Se documentaron flujos de caja positivos del proyecto de estudio cinematográfico para un período de cinco años (2002-2006) tras la culminación de las obras de construcción de los edificios de los estudios, de una sala de conferencias y la escuela de técnicas de cine y televisión.
- (25) El coste de construcción de estas fases se estimaba en 16 900 millones de pesetas (101,7 millones EUR). No se incluía el coste de los terrenos y el plan de negocio indicaba que los costes podían variar en +/- 30 %. Los costes de las fases posteriores hasta la conclusión del proyecto no se cuantificaban.
- (26) Basándose en este plan de negocio, entre 2000 y 2004 SPTCV realizó o comprometió inversiones en Ciudad de la Luz mediante incrementos del capital social y la adquisición de terrenos que totalizaban 104 259 759 EUR. Véase información detallada al respecto en el considerando 53.
- (27) Habida cuenta de que las obras de construcción duraron dos años más de lo previsto y de que el calendario de inversión se modificó para ser incrementado significativamente, Ciudad de la Luz/SPTCV encargó en 2004 un nuevo estudio y plan de negocio a Consultia (13). El estudio de Consultia también llegó a conclusiones positivas en cuanto a la rentabilidad del proyecto, ya que el plan de negocio para el período 2004-2014 presentaba una rentabilidad positiva de la inversión realizada por SPTCV hasta 2014 y a más largo plazo.
- (28) El paquete de acciones de Ciudad de la Luz SA propiedad de Producciones Aguamarga SL fue adquirido por SPTCV en julio de 2004 por un importe de 139 059 EUR. Al contrario que SPTCV, tras su inversión inicial de 150 000 EUR de noviembre de 2000, Producciones Aguamarga SL no había realizado ninguna otra inversión en los estudios de cine. Por ello, la participación de Producciones Aguamarga SL en Ciudad de la Luz SA había descendido hasta el 0,2 % en el momento en que este porcentaje fue adquirido por SPTCV. Tras esta transacción, la empresa pasó a ser de propiedad pública en su totalidad y se convirtió en Ciudad de la Luz SAU.

(7) Fuente: artículo *Let there be light* (Que se haga la luz) publicado en *Hollywood Reporter* el 31 de octubre de 2006: <http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371>.

(8) Anexo I de la respuesta de España de 28 de abril de 2008: La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento (Estudios e Investigaciones Audiovisuales – enero de 1999).

(9) Anexo IV de la respuesta de España de 28 de abril de 2008: Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana – Resumen ejecutivo (PriceWaterhouseCoopers – 30 de enero de 2000).

(10) Anexo II de la respuesta de España de 28 de abril de 2008: Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana – Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto (Arthur Andersen – sin fecha).

(11) Anexo III de la respuesta de España de 28 de abril de 2008: Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana (Arthur Andersen – sin fecha).

(12) Véase la nota a pie de página 10.

(13) Anexo VI de la respuesta de España de 28 de abril de 2008: Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004-2014 (Consultia IT – 7 de mayo de 2004).

(29) Sobre la base del calendario de obras y del plan de negocio modificados, SPTCV concedió, en su calidad de accionista único, dos préstamos participativos de 95 millones EUR en 2005 y 20 millones EUR en 2007. La contabilidad de Ciudad de la Luz SAU hasta el 31 de diciembre de 2010 presentada por las autoridades españolas en abril de 2012 muestra que SPTCV invirtió un total de 45 829 840 EUR en préstamos convertibles en acciones entre 2008 y 2010. Esa contabilidad indica también que se adeudaban a SPTCV intereses correspondientes a los préstamos participativos de 2005 y 2009 por un total de 7 222 160 EUR en 2009 y 2010. Además, a 31 de diciembre de 2010 se acumulaban unos intereses impagados de 1 814 187 EUR correspondientes a los préstamos convertibles en acciones. Por tanto, la inversión de fondos públicos por parte de SPTCV en Ciudad de la Luz, incluidos los intereses pendientes sobre los préstamos concedidos, totalizaban 274 125 946 EUR a finales de 2010.

#### **Estrategia comercial y resultados empresariales de Ciudad de la Luz**

(30) En el plan de negocio de 2000, Ciudad de la Luz pretendía convertirse en el segundo mayor complejo de estudios cinematográficos de Europa (tras Pinewood) y atraer las producciones españolas (cine, TV y publicidad), además de fijarse un objetivo de dieciséis producciones (de la UE y EE. UU.) al año. El plan de negocio revisado de 2004 consideraba que un objetivo estratégico de Ciudad de la Luz era conseguir que las grandes producciones cinematográficas y de televisión fueran sus principales clientes.

(31) El plan de negocio de 2004 consideraba que los principales competidores internacionales de Ciudad de la Luz eran los grandes estudios de fuera de los EE. UU., especialmente los que presentan características similares y concretamente Pinewood-Shepperton (Reino Unido), Cinecittà (Italia), Barrandov (República Checa), Babelsberg (Alemania), CinéCité Montreal & Lions Gate (Canadá) y Warner Roadshow & Fox (Australia).

(32) En el plan de negocio inicial del año 2000, las tarifas previstas para los servicios del estudio (por ejemplo, alquiler de las zonas de rodaje, taller) se ajustaban a la horquilla de tarifas aplicadas por estudios comparables de la Unión (como Shepperton y Elstree en el Reino Unido, y Babelsberg en Alemania). El plan de negocio revisado de 2004 también presenta un modelo de precios estratégicos con referencia a las tarifas aplicadas por estudios de renombre internacional: aproximadamente un 15 % - 20 % más baratos que los de los líderes consolidados (EE. UU. y Pinewood en el Reino Unido) pero un 50 % - 100 % más caros que los de los estudios de la Unión (Barrandov en la República Checa y Babelsberg en Alemania).

(33) En la práctica, los objetivos nacionales e internacionales de la estrategia empresarial de Ciudad de la Luz no se han alcanzado. De los 33 largometrajes rodados en estos

estudios entre 2005 y 2009, 28 fueron producciones españolas y solo 5, coproducciones con otros países de la Unión (Grecia, Francia). Al margen de éxitos ocasionales brindados por grandes coproducciones europeas, como «Asterix en los Juegos Olímpicos» y más recientemente una coproducción hispano-norteamericana, en la práctica, las películas filmadas en Ciudad de la Luz desde su apertura en agosto de 2005 han sido producciones nacionales en su mayoría.

(34) A pesar de las perspectivas mostradas por el plan de negocio de 2004, que se fija 2010 como el primer ejercicio en que obtendría, aunque modestamente, unos resultados de explotación positivos, la explotación comercial de Ciudad de la Luz ha venido siendo deficitaria hasta la fecha. Ciudad de la Luz arrojaba unas pérdidas acumuladas de 84 millones EUR a finales de 2010, frente a los beneficios acumulados de 12 millones EUR que preveía para esa misma fecha el plan de negocio de 2004. En comparación con los estudios mencionados anteriormente, Ciudad de la Luz no ha logrado atraer el número previsto de producciones no españolas e, incluso para la demanda española, los resultados están por debajo de lo esperado. Las pérdidas de explotación también se sitúan por encima de lo previsto.

#### **Razones para incoar el procedimiento**

(35) La investigación de la Comisión se inició en 2007 a raíz de la denuncia presentada por el denunciante A, y de una posterior interpuesta por el denunciante B, siendo ambos operadores destacados del sector cinematográfico de distintos Estados miembros. Las denuncias alegaban la existencia de ayuda estatal ilegal en la financiación pública de Ciudad de la Luz y especialmente en el sistema de incentivos a la producción de determinadas películas creado por Ciudad de la Luz.

(36) Como se ha señalado anteriormente, cuando la Comisión incoó el procedimiento de investigación formal en febrero de 2008, la única base de la decisión de inversión que habían facilitado las autoridades españolas era el plan de negocio elaborado por Consultia, supuestamente realizado en 2002. Tras una evaluación preliminar, la Comisión albergaba serias dudas de que un inversor privado en una economía de mercado hubiera invertido en las mismas condiciones y en la misma escala que la Generalitat Valenciana.

(37) En cuanto a la posible compatibilidad de la ayuda, la Comisión no disponía de información para verificar si se cumplían las condiciones de las Directrices sobre ayudas de finalidad regional aplicables a la Comunidad Valenciana en ese momento (2000-2004). La Comisión también albergaba dudas de que se pudiera aplicar la excepción cultural contemplada en el artículo 107,

apartado 3, letra d), del Tratado, ya que Ciudad de la Luz no fomentaba la cultura ni la conservación del patrimonio, podía servir para todo tipo de actividades audiovisuales, incluso anuncios publicitarios, y competía con otros operadores para atraer producciones comerciales.

- (38) La Comisión también señaló la existencia de posibles ayudas estatales en el sistema de incentivos para rodar en Ciudad de la Luz e identificó como beneficiarios a los distintos productores cinematográficos. Los incentivos destinados a la producción de determinados largometrajes se orientaban a apoyar actividades específicas en una determinada localización basándose en criterios desconocidos, por lo que daba la impresión de que no reunían las normas establecidas en la Comunicación de la Comisión sobre el cine.

### III. OBSERVACIONES DE LOS TERCEROS INTERESADOS

- (39) La Comisión recibió observaciones de diez terceros interesados en total. Cuatro de ellos operan en el sector de la explotación de estudios de rodaje en Estados miembros distintos de España: denunciante A, denunciante B, Barrandov Studio y Mediterranean Film Studios Limited; cinco lo hacen en el sector cinematográfico español: Federación de asociaciones de productores audiovisuales españoles (FAPAE), Associació de directors de cinema valencians, Empreses audiovisuals valencianes federades (EAVf), la asociación Productors audiovisuals valencians y Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana (SPTCV SAU); y uno era un organismo nacional de financiación y política cinematográfica (UK Film Council).

#### Observaciones presentadas por estudios cinematográficos en activo

- (40) En su escrito confidencial de 25 de junio de 2008, el denunciante B manifiesta su inquietud en relación con la ayuda gracias a la cual Ciudad de la Luz se desarrolló y opera en la actualidad. Alega que las medidas adoptadas por la Comisión con la incoación del procedimiento son esenciales para su empresa y el sector.
- (41) En su escrito confidencial de 30 de junio de 2008, el denunciante A circunscribe sus observaciones a propósito de la investigación en profundidad a cuatro cuestiones: i) los costes de financiación de los estudios, ii) el enfoque relativo a la financiación de una «empresa de nueva creación», iii) el valor de cesión final y iv) los demás incentivos concedidos por Ciudad de la Luz. En su opinión, «un inversor privado hubiera considerado que incluso un negocio establecido y rentable de unos estudios era una

inversión de riesgo mediano, como mínimo. [...] Esto se basa en que, aunque un estudio cuente con un respaldo en forma de activos [...], es probable que su apalancamiento operativo sea elevado, lo que dificulta la previsión de beneficios. Otros factores, como la naturaleza cíclica del sector de la producción cinematográfica, añaden incertidumbre a las previsiones».

- (42) Según el denunciante A, un coste medio ponderado del capital (WACC, en sus siglas en inglés) cercano al 15 % podría ser adecuado para un negocio de estudios de cine consolidado, aunque «el rendimiento esperado por los inversores privados (del denunciante A) era superior». Un inversor privado consideraría que un negocio de estudios de cine de nueva creación constituye una «inversión con riesgos entre medios y elevados y, por lo tanto, esperaría de ella un rendimiento materialmente mayor (aunque se aceptase una cierta demora de su rentabilidad). Teniendo en cuenta que, habitualmente, la capacidad de las nuevas empresas para obtener préstamos de fuentes convencionales es limitada (si es que existe), el WACC para este tipo de empresas se ve incrementado, por lo general, tanto por la mayor rentabilidad del capital exigida como por la falta de deuda a bajo coste».
- (43) En cuanto al valor de cesión final de Ciudad de la Luz reflejado en la Decisión de incoación, el denunciante A lo considera irrealista. Asimismo alega que un inversor privado consideraría por lo general que no es habitual tomar un múltiplo de ingresos antes de intereses e impuestos superior a 12-15 como valor sustitutivo adecuado de cara a una evaluación.
- (44) Por último, en cuanto a los incentivos otorgados para atraer producciones, el denunciante A alegó que parecen haber subvencionado de hecho a las productoras por el coste que conlleva traer personal técnico y de apoyo cualificado, que supuestamente escasea en la Comunitat Valenciana. El denunciante A considera que los incentivos producen sobre la competencia un grave efecto negativo ya que, sin esos incentivos, hubiera sido más difícil que los estudios atrajeran producciones cinematográficas.
- (45) En su escrito inicial de 25 de junio de 2008, Barrandov Studio subrayó que la presunta ayuda falsea el mercado de referencia y perjudica a los demás competidores. Asimismo y ante la complejidad del caso solicitó un plazo adicional para formular nuevas observaciones, que fueron recibidas por la Comisión el 15 de septiembre de 2008. Barrandov Studio hace suyas las razones aducidas por el denunciante A y subraya que el tamaño y número de los platós de rodaje indican que Ciudad de la Luz pretende atraer el rodaje de películas norteamericanas de elevado

presupuesto y no de películas españolas. La escasa densidad de profesionales e infraestructuras cinematográficas en Alicante en comparación con las de Madrid o Barcelona no refleja una elección de emplazamiento lógica. En términos de estrategia, cualquier empresa que invierta en el sector de los estudios cinematográficos dividiría en principio su clientela en clientes locales que aporten unos ingresos estables y clientes extranjeros que realicen grandes producciones. Ciudad de la Luz adopta la estrategia opuesta, es decir, presta servicios de estudio a precios muy bajos sin tener en cuenta los costes de establecimiento. Por otra parte, ante la incertidumbre que genera la dificultad de prever los ingresos más allá de un horizonte de 3 a 5 años en este sector, un inversor privado habría exigido obtener una rentabilidad con mucha mayor rapidez. En opinión de Barrandov, esta afirmación queda corroborada por un plan de negocio confidencial e ilustrativo de su inversión reciente en nuevos estudios, que se realizó partiendo de la hipótesis de obtener beneficios netos a partir del segundo año de explotación y un período de amortización inferior a 8 años. Barrandov tampoco considera que haya una explicación racional al importe de los beneficios (341 millones EUR) previsto por las autoridades españolas para 2014.

- (46) En su escrito de 27 de junio de 2008, Mediterranean Film Studios Limited circunscribe sus observaciones a la zona de estanques que Ciudad de la Luz había anunciado. Sostiene que sus superficies acuáticas son únicas en Europa y solo comparables con las de Fox en Baja California (México). Dada la baja tasa de ocupación anual de sus instalaciones, alegan que, en su opinión y en opinión generalizada del sector, en la zona del Mediterráneo, si no en Europa, ya hay capacidad suficiente para el rodaje en superficies acuáticas.

#### **Observaciones de partes que operan en el sector cinematográfico español**

- (47) En sus observaciones de 30 de junio de 2008, la Federación de asociaciones de productores audiovisuales españoles (FAPAE) considera que Ciudad de la Luz ha aportado más competencia al mercado de las grandes instalaciones de producción y que los denunciantes no pretenden más que mantener su posición de mercado e impedir la entrada de competidores que proponen unos servicios creíbles a precios razonables alternativos a sus estudios que dominan el mercado europeo. FAPAE sostiene también que estudios como Barrandov, Cinecittà, Babelsberg o Mafilms han consolidado su posición de mercado y su reputación gracias al apoyo público recibido de distintas formas, incluida la participación pública en el capital social. En términos más generales, FAPAE subraya que el mantenimiento de la diversidad cultural justifica que exista una intervención pública firme en el sector. En particular, Ciudad de la Luz supuestamente

aporta a los productores españoles unos servicios sofisticados de última generación que, de no ser por ella, tendrían que contratar en el extranjero a costes más elevados. Para refutar el argumento de que Ciudad de la Luz pretende atraer las superproducciones, FAPAE sostiene que Ciudad de la Luz beneficia enormemente a las producciones españolas de escaso presupuesto y se centra en la cultura nacional y local, contribuyendo así a alcanzar los objetivos culturales establecidos en el antiguo artículo 87, apartado 3, letra d) [actualmente artículo 107, apartado 3, letra d)]. Las observaciones de 21 de mayo de 2008 de Empresas audiovisuales valencianas federadas (EAVf) y las de 16 de mayo de 2008 de la asociación Productors audiovisuals valencians recogen en su mayor parte, en ocasiones de forma textual, los comentarios de FAPAE.

- (48) En sus observaciones de 5 de junio de 2008, la Associació de directors de cinema valencians subraya que el dominio de la industria cinematográfica norteamericana margina a las producciones europeas a través de una serie de supuestas prácticas abusivas. En su opinión, es preciso adoptar medidas correctoras para que la creación cultural europea compita en igualdad de condiciones. Según esta asociación, la intervención pública en Ciudad de la Luz es esencial a este respecto, en beneficio de la producción europea, española y valenciana, y con el fin de defender sus identidades culturales.
- (49) Las observaciones de Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (propietaria al 100 % de Ciudad de la Luz SAU, a su vez propiedad de la Comunitat Valenciana) de 23 de junio de 2008 reproducen en esencia los mismos argumentos subsidiarios y se basan en las pruebas aportadas por las autoridades españolas. A continuación se analizan algunos aspectos a los que sus observaciones prestan una especial atención. En primer lugar, el hecho de que un inversor privado financiara parcialmente el proyecto en su fase inicial en el año 2000 basándose en los estudios disponibles pone de manifiesto que la inversión efectuada por las autoridades públicas seguía la lógica de un inversor privado. Tanto el estudio de 2000 como el de 2004 concluían sin reservas en que el proyecto era rentable. En segundo lugar, los incentivos ofrecidos a determinadas películas están justificados desde una óptica comercial para una nueva aventura empresarial y se conceden en calidad de «contrato de patrocinio» a cambio de actividades de promoción que generan una rentabilidad para el renombre de los estudios, al tiempo que suponen costes de publicidad para los beneficiarios. Un estudio llevado a cabo sobre este particular estima que la rentabilidad económica de los contratos de patrocinio para Ciudad de la Luz asciende a [...] (\*) millones EUR.

(\*) Los datos confidenciales están indicados en el texto de la Decisión con [...].

### Observaciones de los organismos nacionales de financiación de producciones cinematográficas

(50) En su escrito de 25 de junio de 2008, UK Film Council afirma que se ha de dar respuesta a las cuestiones planteadas en la Decisión de incoación del procedimiento de investigación formal.

#### IV. OBSERVACIONES DE LAS AUTORIDADES ESPAÑOLAS

(51) Tras la apertura de la investigación formal, las autoridades españolas revelaron que la decisión inicial de inversión se basó en un plan de negocio elaborado en 2000 y no en el que habían facilitado anteriormente. Dicho plan

de negocio se encontraba en un estudio realizado en 2004, y no en 2002, como las autoridades españolas habían indicado previamente a la Comisión.

(52) Cuando se elaboró el estudio de 2004, ya se habían invertido en el proyecto más de 90 millones EUR. En consecuencia, las autoridades españolas alegan que se adoptaron dos decisiones de inversión: una en 2000, para la primera fase del proyecto, y otra en 2004, para la ampliación prevista.

(53) El calendario de inversiones en Ciudad de la Luz, tras la última actualización presentada por las autoridades españolas en abril de 2012, fue el siguiente:

Fecha	Descripción	Inversión pública (en EUR)
24.10.2000	La Comunitat Valenciana decide desarrollar Ciudad de la Luz	—
2.11.2000	Se crea Ciudad de la Luz SA (propiedad en un 75 % de Parque Temático de Alicante SAU, y en un 25 % de Producciones Aguamarga SL)	450 000 [75 % de 600 000]
21.11.2001	Parque Temático de Alicante SAU invierte en solitario en una ampliación de capital de 9 millones EUR en Ciudad de la Luz SA (elevando su participación hasta el 98,4 %)	9 000 000
6.2.2003	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU <sup>(1)</sup> invierte en solitario en una ampliación de capital de 30 millones EUR en Ciudad de la Luz SA (elevando su participación hasta el 99,6 %)	30 000 000
4.5.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU invierte en solitario en una ampliación de capital de 54 870 660 EUR en Ciudad de la Luz SA (elevando su participación hasta el 99,8 %)	54 870 660
23.7.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU adquiere por 139 059 EUR la participación del 0,2 % de Ciudad de la Luz SA en manos de Producciones Aguamarga SL (escriturado en 150 000 EUR) (elevando hasta el 100 % su participación en Ciudad de la Luz SA)	139 059
9.3.2005	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU cedió a Ciudad de la Luz SA los terrenos en que se construyeron los estudios, incrementando así su capital en 9 800 040 EUR (a pesar de que los terrenos habían sido valorados en 1 030 856 EUR en la contabilidad de Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU). Antes de esa fecha el proyecto ya había recibido el permiso de la Generalitat Valenciana para construir los estudios en ese solar	9 800 040
Verano de 2005	Ciudad de la Luz SA inicia sus actividades como estudio cinematográfico	—
28.4.2005	Préstamo participativo de 95 millones EUR	95 000 000
26.12.2007	Préstamo participativo de 20 millones EUR	20 000 000
30.6.2008	Préstamo convertible en acciones emitido con una opción de conversión en acciones antes del 31 de diciembre de 2008	10 000 000

Fecha	Descripción	Inversión pública (en EUR)
2.1.2009	Préstamo convertible en acciones emitido con una opción de conversión en acciones antes del 30 de junio de 2009.	10 000 000
17.3.2009	Préstamo convertible en acciones autorizado hasta 30 millones EUR con una opción de conversión en acciones antes del 30 de diciembre de 2009.	25 829 840
31.12.2010	Intereses impagados sobre préstamos participativos en 2009 y 2010	7 222 160
31.12.2010	Intereses impagados sobre préstamos no convertidos en 2009 y 2010	1 814 187
	Total	274 125 946

(<sup>1</sup>) Conocida previamente como Sociedad Parque Temático de Alicante SAU.

- (54) En sus respuestas, las autoridades españolas trataron esencialmente de demostrar que la inversión no es constitutiva de ayuda estatal, ya que un inversor privado habría invertido en el proyecto de la misma forma y en las mismas condiciones (aplicando el principio del inversor privado en una economía de mercado). En apoyo de esta argumentación han facilitado informes elaborados por la consultora económica LECG.
- (55) Aun en el supuesto de que la Comisión considerase que al menos una parte de la inversión constituía ayuda estatal, las autoridades españolas alegaron que todas las películas rodadas en Ciudad de la Luz cumplían los criterios culturales de los incentivos ofrecidos por la Comunitat Valenciana para la producción de películas, que habían sido autorizados por la Comisión en abril de 2008, diciembre de 2008 y julio de 2009 (<sup>14</sup>). En opinión de las autoridades españolas, la excepción cultural contemplada en el artículo 107, apartado 3, letra d), del TFUE puede aplicarse a las ayudas a la inversión en la fase ascendente y descendente de la producción cinematográfica.
- (56) Las autoridades españolas señalan también que toda ayuda contenida en la financiación pública de Ciudad de la Luz y los incentivos ofrecidos a la producción de películas deben contemplarse en el contexto de los efectos de falseamiento de los regímenes nacionales de apoyo a las producciones cinematográficas autorizados por la Comisión en otros Estados miembros, que atraen grandes producciones fílmicas a los competidores de Ciudad de la Luz (<sup>15</sup>).
- (57) Las autoridades españolas sostienen también que las Directrices en materia de ayudas estatales de finalidad regional aplicables en aquel momento (1998) habrían permitido una intensidad de ayuda para el proyecto de inversión del 36 %. Asimismo se cumplirían las condiciones adicionales introducidas posteriormente en el Marco multisectorial para grandes proyectos de inversión de 2002 con una cuota de mercado inferior al 25 % y un incremento de la capacidad del 5 %.
- (58) Las autoridades españolas facilitaron un segundo informe de LECG en el que se criticaba el análisis del plan de negocio de 2004 realizado por los servicios de la Comisión. LECG cuestionaba ese análisis y aportaba valores alternativos para los datos y factores de riesgo, amén de ofrecer valoraciones retrospectivas de los terrenos en los que se construyó Ciudad de la Luz.
- (59) Un segundo análisis económico realizado por los servicios de la Comisión examinaba el plan de negocio de 2000 y las tasaciones retrospectivas de los terrenos facilitadas por España. Además, una consultora independiente realizó, a instancias de la Comisión, una evaluación económica del principio del inversor privado en una economía de mercado. Este informe independiente se envió a las autoridades españolas el 30 de septiembre de 2011.
- (60) Como ya habían hecho en sus observaciones a propósito de la Decisión de incoación, las autoridades españolas reiteraron su opinión de que las perspectivas de rentabilidad de Ciudad de la Luz debían compararse con las de sus principales competidores de la Unión en el sector de los estudios cinematográficos (por ejemplo, Babelsberg, Pinewood) y no, como hace Ecorys (<sup>16</sup>), con las de conglomerados audiovisuales diversificados de los Estados Unidos (Time Warner, Disney) (<sup>17</sup>). Las autoridades

(<sup>14</sup>) Decisiones de ayudas estatales N 379/07 (2 de abril de 2008), N 309/08 (15 de diciembre de 2008) y N 108/09 (30 de julio de 2009).

(<sup>15</sup>) La subvención nacional puede llegar a alcanzar el 24 % de los costes de producción en el Reino Unido y el 20 % en Alemania. En su revisión de la Comunicación sobre el cine, la Comisión trata de poner remedio a la carrera de subvenciones entre los regímenes nacionales de apoyo a las producciones cinematográficas para atraer inversiones de grandes productoras cinematográficas extranjeras.

(<sup>16</sup>) La consultora económica Ecorys elaboró un estudio independiente sobre este caso. Véase en detalle en la sección V.

(<sup>17</sup>) No obstante, Ecorys también incluyó a los estudios europeos Babelsberg en la comparación, junto a otras empresas de todo el mundo.

españolas sostienen que esta evaluación comparativa debía basarse en información de dominio público (por ejemplo, Bloomberg) existente en el momento en que se adoptó la decisión de inversión (es decir, 2000 y 2004, no 2008). Por último, también alegan que una serie de malentendidos y deficiencias técnicas invalidan las conclusiones del estudio realizado por Ecorys<sup>(18)</sup>. Las autoridades españolas alegaron que, si se corregían estas deficiencias y se llevaba a cabo una evaluación comparativa adecuada con los competidores, la rentabilidad de las perspectivas de la decisión de inversión basada en los datos disponibles en ese momento superaría la prueba del inversor privado en una economía de mercado.

#### V. EVALUACIÓN DE LA AYUDA

- (61) De conformidad con el artículo 107, apartado 1, del TFUE, «serán incompatibles con el mercado interior, en la medida en que afecten a los intercambios comerciales entre Estados miembros, las ayudas otorgadas por los Estados o mediante fondos estatales, bajo cualquier forma, que falseen o amenacen falsear la competencia, favoreciendo a determinadas empresas o producciones». De ello se deduce que, para que se consideren ayudas estatales, se han de cumplir las condiciones cumulativas siguientes: 1) la medida se ha de conceder a partir de recursos estatales; 2) ha de conferir una ventaja económica a las empresas; 3) la ventaja ha de ser selectiva y falsear o amenazar con falsear la competencia; 4) la medida ha de afectar al comercio intracomunitario.

#### Ventaja económica

- (62) Como se ha señalado anteriormente, las autoridades españolas han alegado que la medida no constituye ayuda estatal, ya que cumple el principio del inversor privado en una economía de mercado. Esta prueba analiza si un inversor privado habría invertido en el proyecto de la misma forma y en las mismas condiciones que el inversor público en el momento en que se adoptó la decisión de llevar a cabo la inversión pública. A este respecto, es significativo que inicialmente hubiera un inversor privado en el proyecto<sup>(19)</sup> y que las autoridades españolas hubieran encargado varios estudios que llegaban a la conclusión de que el proyecto generaría un flujo de caja positivo (véase el considerando 22).
- (63) Como se ha señalado en el considerando 17, en el caso de Ciudad de la Luz, en un primer momento un inversor privado (la sociedad gestora) poseía el 25 % del proyecto (o sea, 150 000 EUR del capital social inicial de 600 000 EUR). Sin embargo, este inversor privado se

retiró antes de haber comprometido fondos adicionales (fue absorbido por SPTCV en 2004). Ningún otro inversor privado ha invertido posteriormente en el proyecto.

- (64) El hecho de que el único inversor privado dispuesto a invertir solo hubiera comprometido una cuantía poco significativa en el momento en que se debía realizar la mayor parte de la inversión puede considerarse una prueba *prima facie* de que un inversor privado no habría llevado a cabo un proyecto de estas características en las condiciones existentes en ese momento. Además, la situación de este inversor privado era muy concreta (y, por consiguiente, no era la del inversor privado a tenor de la jurisprudencia), ya que era también el responsable de iniciar el proyecto, supervisar los trabajos de construcción y gestionar y promover los estudios a cambio de unos honorarios de gestión. Esto supone que su inversión inicial podía ser racional por motivos distintos de su mera rentabilidad si se considera por separado.
- (65) En ausencia de un accionista privado, la autoridad regional basó su decisión de inversión en los resultados de los estudios de consultoría. No obstante, la mera existencia de estos estudios no basta para superar la prueba del inversor privado en una economía de mercado. Antes de realizar inversiones de la magnitud efectuada en Ciudad de la Luz, lo lógico habría sido que un inversor privado hubiese analizado a conciencia el plan de negocio y las hipótesis en que se basaban tales estudios. Cualquier inversor privado tendría que llegar a sus propias conclusiones sobre si los supuestos específicos empleados para justificar el plan de negocio eran adecuados en este caso concreto. Por otra parte, se espera que un inversor privado compare la rentabilidad prevista del proyecto Ciudad de la Luz con la de otros proyectos alternativos. Este análisis no se hizo en aquel momento. Además, ni siquiera era posible realizar tal comparación basándose en los flujos de caja positivos facilitados en estos estudios.
- (66) Cuando se investiga una ayuda estatal, la jurisprudencia exige que la Comisión lleve a cabo su propia evaluación de los hechos<sup>(20)</sup>. Por tanto, es necesario valorar la validez de los informes elaborados en el momento de la operación.
- (67) A la vista de los informes facilitados por las autoridades españolas desde la Decisión de incoación, se constata que se adoptaron dos decisiones de inversión en relación con el proyecto. La primera se tomó en el año 2000 sobre la base del plan de negocio elaborado ese mismo año por Arthur Andersen (que abarcaba las inversiones del

<sup>(18)</sup> *Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz* (Estudio relativo a la aplicación del principio del inversor privado en una economía de mercado a la inversión pública en Ciudad de la Luz) Informe final (Ecorys – 19 de julio de 2011)

<sup>(19)</sup> Por ejemplo, en Citynet Amsterdam, la Comisión consideró que se cumplía el principio del inversor privado, dado que el inversor público invirtió en el proyecto en condiciones comparables a las del inversor privado. Decisión C 53/2006 de 11 de diciembre de 2007.

<sup>(20)</sup> En el asunto Valmont, el Tribunal de Primera Instancia consideró que la Comisión no tendría que haberse basado simplemente en la existencia de una tasación de un perito independiente para determinar si la venta de un terreno implicaba la concesión de ayuda estatal. El TPI exigió que la Comisión también tendría que haber verificado su valor venal, lo que procedió a hacer el propio TPI (Asunto T-274/01). En los asuntos Hamsa (asunto C-316/02) y Lenzing (asunto C-525/04), el Tribunal de Justicia reconoció que la Comisión dispone de un margen de discreción con respecto a las cuestiones económicas, pero que «corresponde al juez comunitario verificar la exactitud material de los elementos probatorios invocados, su fiabilidad y su coherencia...».

período 2002-2006). En 2004 y con objeto de replantearse si era oportuno realizar nuevas inversiones en el proyecto, se encargó el informe Consultia (que abarcaba las inversiones reales del período 2002-2004 y las previstas en 2004-2014). En consecuencia, se debe evaluar el principio del inversor privado en una economía de mercado para ambas decisiones de inversión.

- (68) La Comisión ha evaluado si un hipotético inversor privado habría invertido en el proyecto por el que se creaba la sociedad Ciudad de la Luz. Según el principio del inversor privado, la inversión realizada se considera ayuda estatal si la compensación que el Estado espera recibir es inferior a la que un inversor privado habría exigido en las circunstancias de ese proyecto específico.
- (69) Para financiar un proyecto, los inversores han de invertir un cierto capital. Este capital tiene un coste: el coste de capital. Por regla general, dos son las fuentes de capital más habituales: capital social y deuda financiera. El coste total de capital es el coste medio ponderado del capital (WACC), que toma en consideración la proporción de capital social y la de deuda financiera. El coste de la deuda financiera y el del capital social constituyen los costes previstos y no los costes históricos. En el caso específico de Ciudad de la Luz, el plan de negocio preveía que el proyecto se financiaría plenamente con capital social, por lo que el coste total de capital es el capital social.
- (70) Un inversor de capital privado habría estado dispuesto a invertir en Ciudad de la Luz si la tasa interna de rentabilidad <sup>(21)</sup> esperada hubiera sido superior o igual al coste de oportunidad del capital social <sup>(22)</sup> (es decir, la rentabilidad que podía haber logrado en un proyecto similar).
- (71) Para obtener el coste del capital social la Comisión ha evaluado el modelo de fijación de precios de activos de capital (CAPM, en sus siglas en inglés). El coste del capital social refleja el coste de oportunidad de la inversión para los accionistas en empresas o proyectos con riesgos empresariales y financieros idénticos (o similares) a los que se consideran en el caso que nos ocupa. Según el CAPM, el coste del capital social,  $K_e$ , debe calcularse mediante la fórmula siguiente:

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

<sup>(21)</sup> Por definición, la tasa interna de rentabilidad equivale a la tasa de descuento que hace que el valor actual neto de la inversión sea igual a cero.

<sup>(22)</sup> Brealey and Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance* (Principios de Finanzas Corporativas), sexta edición (capítulo 5, p. 100).

en la que  $R_f$  es la tasa libre de riesgo,  $(R_m - R_f)$  es la prima de riesgo del mercado y  $\beta$ , «beta», una medida del riesgo sistemático (no diversificable) asociado a las acciones de Ciudad de la Luz, que refleja tanto el riesgo empresarial como el financiero.

- (72) En relación con la tasa libre de riesgo,  $R_f$ , la práctica del mercado <sup>(23)</sup> sugiere que se tome el tipo de los bonos del Estado a largo plazo (por lo general a 10 años) del país de que se trate (por ser considerada la inversión con menor riesgo). En España la rentabilidad media anual de los bonos del Estado a 10 años fue del 4,1 % en 2004 <sup>(24)</sup>. En cuanto a la prima de riesgo del mercado, conviene tomar la prima histórica de riesgo del mercado a lo largo de un período razonablemente prolongado. Es práctica habitual tomar la diferencia entre la rentabilidad histórica de un índice bursátil diversificado del país de la operación y la tasa libre de riesgo. Según Fernández (2004) <sup>(25)</sup>, la prima histórica de riesgo del mercado sobre los bonos del Estado en España (durante el período 1991-2003) se situó entre el 6,8 % y el 9,3 %. La Comisión adoptó una posición conservadora a la hora de calcular la prima de riesgo del mercado y consideró la parte baja de esta horquilla, el 6,8 %. En un estudio posterior más reciente, el mismo autor <sup>(26)</sup> refuerza la validez de este valor al situar la prima de riesgo exigida durante el período 2000-2004 en la horquilla del 6 % - 7 %.
- (73) Para calcular «beta», la Comisión se valió de información de dominio público correspondiente a empresas que han sido consideradas por las autoridades españolas competidoras directas de Ciudad de la Luz, en concreto Carrère Group <sup>(27)</sup> y Babelsberg. Estas cifras fueron facilitadas por analistas financieros que llevaron a cabo un análisis en profundidad de las dos empresas. Una media de las dos betas, ajustada con el fin de adaptarse al perfil de riesgo financiero de Ciudad de la Luz, arroja un valor aproximado de 1,5. Este es una visión muy conservadora, pues la inversión en Ciudad de la Luz conlleva con toda probabilidad un riesgo idiosincrático más elevado que los

<sup>(23)</sup> Véase, por ejemplo, Brealey and Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance* (Principios de finanzas corporativas), sexta edición (capítulo 8).

<sup>(24)</sup> <http://www.tradingeconomics.com/spain/government-bond-yield>

<sup>(25)</sup> Pablo Fernández 2004, «Market risk premium: required, historical and expected» (Prima de riesgo del mercado: exigida, histórica y esperada), documento de investigación realizado para IESE Business School.

<sup>(26)</sup> Pablo Fernández (2009): «The equity premium in 150 textbooks» (La prima de riesgo en 150 libros de texto), documento de investigación realizado para IESE Business School

<sup>(27)</sup> [http://www.carreregroup.com/fr/documents/financials/Etude\\_Financiere\\_13062001.pdf](http://www.carreregroup.com/fr/documents/financials/Etude_Financiere_13062001.pdf)

otros dos estudios, ya asentados. Ciudad de la Luz es una inversión nueva en una región en la que no están establecidas empresas productoras de cine, ni españolas ni internacionales. En otras palabras, la beta de ciudad de la Luz es probablemente más elevada que la de sus competidores.

- (74) Aplicando la fórmula anterior (véase el considerando 71), la Comisión concluyó que el coste previsto del capital social debía ser del 14,9 % aproximadamente.
- (75) A efectos comparativos, como se discute en el anexo I, las autoridades españolas plantean que la aplicación del modelo CAPM indicaría que un inversor «exigiría» una prima de riesgo —y no una rentabilidad— de 3.75 % en 2000 y de 2.07 % en 2004.» Este cálculo se basa en un coeficiente beta de  $\beta = 0.395$ . Una beta de 1 representaría la cartera de todas las acciones, es decir, la acción «media». Una beta significativamente inferior a 1 supondría, por tanto, una inversión caracterizada por su riesgo especialmente bajo. Las autoridades españolas no fundamentaron su aserto ni lo apoyaron con dato alguno sólido y verificable.
- (76) Como se ha afirmado anteriormente (véase el considerando 70), un inversor privado solo invertiría en un proyecto que tuviese una tasa interna de rentabilidad superior al coste de oportunidad del capital. La Comisión observa que el plan de negocio de 2000 solo evaluó en detalle las fases iniciales del proyecto. El análisis de la Comisión (véase el anexo II) arrojó un valor actual neto negativo, basándose en el plan de negocio de 2000 y tomando el valor nominal de los flujos de caja indicados en él. Basándose en esto, un inversor privado no hubiera invertido en el proyecto.
- (77) Al evaluar la tasa interna de retorno, la Comisión una vez más escoge una visión muy conservadora, sin cuestionar las premisas y suposiciones del plan de negocios, y en particular los flujos de caja calculados para el proyecto. Es oportuno no obstante observar que los flujos de caja proyectados en el plan de negocios de 2004 parecen inapropiadamente optimistas, en especial cuando se tienen en cuenta las pérdidas sufridas por la empresa en el período 2002-2004 <sup>(28)</sup>. Con la información de que dispone la Comisión, ha de considerarse que los flujos de
- caja proyectados en el plan de negocios de 2004 representaban una expectativa máxima <sup>(29)</sup>. Los flujos de caja determinan la rentabilidad esperada. La Comisión tampoco entra a discutir la rentabilidad esperada para Ciudad de la Luz. No obstante, procede a calibrar el coste de capital, algo que tendría que hacer todo inversor privado racional.
- (78) Sobre la base del plan de negocio de 2004 propuesto por Ciudad de la Luz, la tasa interna de rentabilidad de este proyecto es del 5,74 % (véase el anexo I). Al tener un coste de oportunidad del capital de al menos el 14 % (calculado según lo explicado anteriormente, véase el considerando 73), un inversor privado no habría llevado a cabo esta inversión en Ciudad de la Luz, ya que su tasa interna de rentabilidad es inferior al coste de oportunidad del capital.
- (79) Por otra parte, la Comisión calculó el valor actual neto (VAN) de la inversión en Ciudad de la Luz con el fin de obtener la magnitud de la valoración del proyecto para el inversor privado. El objeto de toda decisión de inversión es encontrar activos reales con un valor superior a su coste; dicho de otro modo, inversiones que tengan una rentabilidad esperada superior al coste de oportunidad del capital. Si no es así, como sucede en el caso de Ciudad de la Luz, el valor del proyecto es negativo y en consecuencia la inversión no es viable para un inversor privado racional. El VAN de cualquier proyecto cuantifica el valor de la inversión en el momento de adoptar una decisión, y se calcula descontando los flujos de caja previstos en el plan de negocio mediante el factor de descuento, que es el coste de capital. De forma intuitiva, cuanto mayor sea el coste de capital, menor será el VAN.
- (80) Para Ciudad de la Luz, utilizando el coste de oportunidad del capital del 14 % y los flujos de caja contemplados en el plan de negocio de 2004 realizado por Consultia (tomados en su valor nominal por la Comisión, como se explica en el considerando 76), el VAN de la inversión es

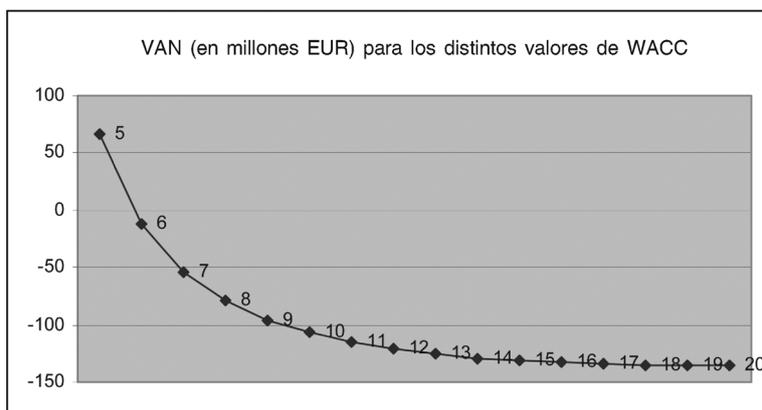
<sup>(28)</sup> Fuente: ORBIS Company Report.

<sup>(29)</sup> El informe independiente Ecorys va más allá, examinando también las premisas del plan de negocios y criticando varias de ellas. Por ejemplo, advierte que «la elección de localización geográfica no parece estratégicamente obvia, no pudiendo identificarse sinergias con una industria cinematográfica cercana. Hay otras regiones en España con lugares geográficos parecidos, pero más cerca de clusters de industria cinematográfica existente» (p. 30). Más adelante: «Adviértase al respecto que, especialmente durante los primeros años de explotación del estudio y la escuela, no habrá disponibilidad de recursos humanos locales con formación y diplomas. Por ello, un inversor privado prudente hubiese probablemente preferido otro lugar para implantar un estudio de rodaje cinematográfico» (p. 31). En cuanto a la inversión de 2004, se indica: «Es discutible que un inversor privado hubiese escogido construir empezando de cero estudio cinematográfico en una zona en la que no se dispondría de los recursos humanos adecuados durante los primeros años de funcionamiento del estudio y de la escuela» (p. 39).

aproximadamente de menos 130 millones EUR (véase el anexo). En consecuencia, esta oportunidad de inversión no resulta interesante para un inversor privado.

- (81) La Comisión también ha llevado a cabo una comprobación de la fiabilidad que pone de manifiesto que el resultado es de una gran solidez. Por encima de un umbral razonable, el resultado apenas es sensible al valor del coste de oportunidad del capital calculado por la Comisión. Dicho de otro modo, el resultado no se ve alterado por cambios significativos en los parámetros calibrados

por la Comisión en el cálculo del coste de capital. El gráfico que figura a continuación representa los valores aproximados del VAN en relación con distintos valores del coste de capital (WACC) entre el 5 % y el 20 %. El gráfico pone de relieve que el VAN pasa a ser negativo para un WACC de entre el 5 % y el 6 %. Por consiguiente, si el coste de capital es superior al 6 %, un inversor privado no llevaría a cabo el proyecto. Además, para valores de WACC superiores al 10 %, el valor del VAN casi no se ve afectado. La Comisión ha estimado un WACC de en torno al 14 %, es decir, en una horquilla en la que se puede concluir con un alto grado de confianza que el proyecto no es rentable.



- (82) En respuesta a la evaluación de la Comisión, sobre la base de un informe de consultoría<sup>(30)</sup>, las autoridades españolas aseveraron que el análisis de la Comisión era erróneo. En primer lugar, si bien se aceptaba que el análisis CAPM, como tal, es el enfoque adecuado, el informe de consultoría cuestionaba los valores utilizados por la Comisión en diversos parámetros. En particular, deberían haberse utilizado valores inferiores para la prima de riesgo del mercado y las «betas». En segundo lugar, para establecer el valor de referencia, la Comisión no debería haber utilizado únicamente el plan de negocio de Consultia IT sino también el plan de negocios de Arthur Andersen de 2000. En tercer lugar, la Comisión no utilizó las ratios financieras apropiadas para evaluar la rentabilidad esperada del proyecto Ciudad de la Luz. Por último, la Comisión no tuvo en cuenta ingresos previsibles derivados de promociones hoteleras y espacios de oficinas.

tomó la decisión comercial. De hecho, el propio autor citado por las autoridades españolas proporciona estimaciones para el período relevante, que coinciden con las de la Comisión. El anexo II también explica por qué el postulado de las autoridades españolas de utilizar «betas» inferiores es erróneo. La Comisión utiliza valores procedentes de estudios conocidos públicamente, que calculaban betas para competidores próximos a ciudad de la Luz. Expertos financieros rechazan la utilización de betas históricas, como proponen las autoridades españolas.

- (83) La Comisión refutó estos argumentos. En cuanto a la prima de riesgo del mercado, el anexo II explica con cierto grado de detalle las razones por las cuales los valores comprendidos en el intervalo propuesto por España no pueden ser adecuados. Ante todo, los valores propuestos para la prima son estimaciones para 2009 y no corresponden a los aplicables en 2000 y 2004. Resulta claro que para la estimación del CAPM se deben utilizar valores correspondientes a la fecha en que se

- (84) En respuesta a la invitación de las autoridades españolas a utilizar el plan de negocios de 2000, el anexo II presenta un cálculo sobre dicha base. Como puede verse, debido a la prima de riesgo más alta y a una tasa libre de riesgo superior, en tal hipótesis el WACC sería aún más elevado que en 2004. Este cálculo lleva también a un VAN negativo. Por último, por lo que se refiere a posibles ingresos que se derivarían de promociones hoteleras y espacio de oficinas, las aseveraciones hechas por las autoridades españolas se apoyaban en nuevos elementos probatorios, en concreto seis informes de tasación elaborados con posterioridad. Dichos elementos no formaban parte de la información de la que podía disponer un inversor privado en el momento relevante. Aunque el informe de Arthur Andersen menciona la posibilidad de desarrollar un complejo hotelero, el informe no contiene información alguna acerca de su posible rentabilidad y no se elaboró ningún plan de negocios que contemplase una promoción inmobiliaria. Ello no obstante, el anexo II

<sup>(30)</sup> Referencia al segundo informe de LECCG.

examina en detalle los informes elaborados con posterioridad relativos a la promoción inmobiliaria. Estos presentan problemas de gran calado. Por ejemplo, los precios de referencia indicados para espacios de oficinas en Ciudad de la Luz son los precios de las más prestigiosas arterias comerciales en el centro de Alicante. Dado que el complejo Ciudad de la Luz está fuera de la ciudad de Alicante y próximo a un polígono industrial, los precios de referencia resultan ampliamente exagerados. Asimismo, se toman como precios de referencia para hoteles los de 4 y 5 estrellas. No existe indicación alguna de que exista demanda suficiente para hoteles fuera de Alicante en dichas categorías, además y situados cerca de una autopista y de un polígono industrial.

- (85) Además de su propia evaluación interna, la Comisión encargó también un estudio independiente que respondiese a la pregunta de si un inversor privado habría llevado a cabo una inversión de estas características en Ciudad de la Luz en las mismas condiciones <sup>(31)</sup>. El informe Ecorys analiza varias hipótesis que estiman que el coste de capital se sitúa entre el 12,5 % y el 21,4 % para la inversión en 2000 y entre el 10,9 % y el 15,9 % para la inversión adicional en 2004. Por tanto, el resultado del estudio de la Comisión se sitúa dentro de la horquilla calculada por Ecorys. En cambio, la tasa interna de rentabilidad calculada sobre la base del plan de negocio se encuentra muy por debajo del coste mínimo de capital estimado por Ecorys.
- (86) Por consiguiente, la conclusión general de Ecorys es que no parece probable que las inversiones realizadas en 2000 y 2004 se ajustaran a la conducta de un inversor privado diligente en una economía de mercado. Con respecto al plan de inversiones del año 2000, Ecorys estima que el caso de negocios reconstruido muestra un VAN negativo de 9 300 millones de pesetas. Invertir en el mercado bursátil habría resultado mucho más interesante para un inversor de mercado prudente. En cuanto a la inversión de 2004 Ecorys concluye que «lo más probable es que un inversor de mercado prudente no hubiera decidido completar todo el proyecto CDL, sino que habría podido optar por explotar los seis platós de rodaje en los que ya se había invertido o por abandonar el proyecto y asumir las pérdidas» <sup>(32)</sup>. Por último, Ecorys considera que un prestamista privado no habría concedido un préstamo participativo o cualquier otro crédito al proyecto, ya que el flujo de caja del proyecto era insuficiente para afrontar el pago del servicio de la deuda.
- (87) Se concluye, por lo tanto, que tanto las inversiones realizadas en Ciudad de la Luz entre 2000 y 2004 como las realizadas posteriormente no se ajustan al principio del inversor en una economía de mercado, por lo que constituyen una ventaja para la empresa Ciudad de la Luz

SAU. Habida cuenta de que no superan la prueba del inversor en una economía de mercado, semejante inversor no habría invertido en el año 2000 y no habría seguido haciéndolo basándose en el plan de negocio de 2004.

- (88) Por consiguiente, la Comisión considera que la ventaja económica es la totalidad del valor de la inversión. Los préstamos otorgados a Ciudad de la Luz por SPTCV eran préstamos subordinados, lo cual quiere decir que se trataron en l cuenta de resultados de forma parecida a *equity*. Como ya indicara la Comisión en la decisión de apertura del procedimiento, el interés de los préstamos se calculó con una parte fija y una variable. El tipo de interés en la parte fija era muy bajo y no hubiese resultado aceptable para un prestamista privado en condiciones de economía de mercado. Esta parte fija del préstamo a un interés notablemente bajo podría en principio verse compensada por la perspectiva de una remuneración adecuada del préstamo participativo gracias a la parte variable vinculada a rentabilidad del proyecto, pero esto no podía ser así para el proyecto aquí examinado (véase la motivación anterior relativa al principio del inversor privado en economía de mercado). Además, no se incluyeron costes financieros en la proyección de beneficios y cuentas proporcionadas a la Comisión por las autoridades españolas para el período 2002-2014. Por último, en teoría estaba previsto que los préstamos se reembolsasen en abril de 2015, es decir, después de cerrado el proyecto (y posiblemente vendido), algo que se prevé para 2014; esto no lo podría haber aceptado un prestamista privado. En su contestación de 20 de abril de 2009 a la decisión de apertura el procedimiento, las autoridades españolas explicaron que los créditos deberían considerarse, desde un punto de vista económico, como inyecciones de capital, dado que el prestamista y el accionista son la misma entidad (es decir, SPTCV). Efectivamente, dado que ninguno de los préstamos pagados en 2005, 2007, 2008 y 2009 han sido devueltos (siquiera parcialmente), y dado que el beneficiario no ha pagado intereses por dichos préstamos, han de considerarse de facto como *equity investment*. Según la información facilitada por las autoridades españolas en abril de 2012, ascendía a un total de 265 089 599 EUR a finales de 2010 <sup>(33)</sup>.

#### Selectividad

- (89) La ayuda también es selectiva puesto que los beneficios derivados de ella solo confieren una ventaja a las empresas que operan en el sector y, en realidad, solo a algunas de ellas.

#### Recursos estatales

- (90) La Comisión señala que la Generalitat Valenciana ha financiado la inversión mediante SPTCV, vehículo inversor del que es titular al 100 %, y que los estudios

<sup>(31)</sup> Ecorys, *Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz* (Estudio sobre la aplicación del principio del inversor privado en una economía de mercado a la inversión pública en Ciudad de la Luz), 19 de julio de 2011.

<sup>(32)</sup> Páginas 30 y 39 del informe Ecorys.

<sup>(33)</sup> Como se indica en los considerandos 29 y 53. Al considerarse los créditos como *equity investment*, no se tienen en cuenta los intereses.

que condujeron a la inversión pública en Ciudad de la Luz fueron realizados para la Generalitat Valenciana. Por tanto, estas asignaciones pueden considerarse recursos estatales.

#### *Falseamiento de la competencia*

- (91) Cuando las ayudas estatales refuerzan la posición de una empresa con relación a otras competidoras, se ha de considerar que estas últimas se ven afectadas por dichas ayudas. El apoyo concedido refuerza la posición de Ciudad de la Luz con relación a otras competidoras al hacer posible que la primera se introduzca en el mercado de los estudios cinematográficos. La competencia entre las empresas que se benefician de la medida y las que no lo hacen está falseada. Aun suponiendo que existan ayudas para producciones cinematográficas en otros Estados miembros en los que se encuentran otros estudios de cine, este no es un argumento que pueda esgrimirse para negar que la ayuda falsea la competencia. Una medida no puede escapar a la calificación como ayuda de Estado por el mero hecho de que otros Estados miembros hayan podido introducir sus propias medidas tendientes a falsear la competencia. No procede operar una «compensación» de ese tipo a la hora de examinar la condición relativa al falseamiento de la competencia.

#### *Incidencia en el comercio*

- (92) Por último, la Comisión considera que la medida en cuestión afecta al comercio entre los Estados miembros. Los estudios cinematográficos ofrecen sus instalaciones a escala internacional. Los productores cinematográficos negocian regularmente precios y condiciones con una serie de estudios cinematográficos situados en distintos Estados miembros. La Comisión ha autorizado en España y otros Estados miembros regímenes de ayuda que ofrecen apoyo a la producción de obras audiovisuales y, por lo tanto, fomentan indirectamente el uso de instalaciones técnicas nacionales, incluidos los estudios cinematográficos. No obstante, el cuarto criterio de la Comunicación sobre el cine de 2001 descarta los suplementos de ayuda destinados a actividades de producción específicas, incluido el uso de los estudios cinematográficos.

#### *Conclusión*

- (93) Habida cuenta de lo anteriormente expuesto, la Comisión considera que el proyecto otorga una ventaja económica selectiva a Ciudad de la Luz. El proyecto se financia con recursos públicos, falsea la competencia y tiene una incidencia sobre el comercio entre los Estados miembros. Por consiguiente, la Comisión considera que la medida notificada constituye ayuda estatal a tenor de lo dispuesto en el artículo 107, apartado 1, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

#### **Compatibilidad**

- (94) La Comisión ha de garantizar, en primer lugar, que la ayuda no es contraria a lo dispuesto en el TFUE en

ámbitos distintos a las ayudas estatales. En el caso que nos ocupa, la evaluación de la Comisión se entiende sin perjuicio de cualesquiera otras conclusiones con relación a la compatibilidad con la legislación de contratación pública de la Unión. La ayuda no consta de ningún otro elemento que pudiera presentar problemas en relación con el principio de legalidad general de la ayuda.

- (95) Como se señaló en la Decisión de incoación, como argumento subsidiario en caso de que la Comisión considerase que las medidas en cuestión constituyen ayuda estatal, las autoridades españolas han alegado que tales medidas serían compatibles con el artículo 107, apartado 3, en calidad de ayudas de finalidad regional y ayudas destinadas al fomento de la cultura.

#### *Ayudas de finalidad regional*

- (96) Las ayudas de finalidad regional para la construcción de Ciudad de la Luz pueden justificarse alegando que la inversión se realiza en una zona asistida. Las autoridades españolas han sugerido que las normas en materia de ayudas de finalidad regional aplicables en el momento en que se adoptó la decisión inicial de inversión en 2000-2006 permitirían una intensidad de ayuda del 36 %.

- (97) Dado que se trata de una ayuda no notificada, son de aplicación las Directrices sobre ayudas estatales de finalidad regional para el período 2000-2006<sup>(34)</sup>. El punto 4.2 de las Directrices reza así: «a fin de garantizar que la inversión productiva sea viable, sólida, el beneficiario deberá aportar una contribución financiera mínima del 25 %». La nota a pie de página 20 de las Directrices aclara que esta contribución mínima del 25 % no debe incluir ayuda alguna. Aunque en un primer momento hubo un inversor privado que poseía el 25 % del capital social inicial de 600 000 EUR, este inversor privado era la empresa gestora del proyecto a cambio de unos honorarios y no realizó ninguna otra inversión en el proyecto que equivaliese a la mayoría de la inversión pública en el proyecto. Por consiguiente, la primera inversión no puede considerarse por separado de la inversión pública ya que no es una inversión independiente. Además, SPTCV absorbió en julio de 2004 al inversor privado, con lo que en ese momento su participación descendió hasta el 0,2 %.

- (98) Las autoridades españolas han alegado que la inversión del 25 % de la propia SPTCV podía considerarse como contribución del beneficiario. La Comisión estima que ese enfoque, con arreglo al cual el 25 % de la inversión está cubierto por un organismo de titularidad pública que no se comporta como un inversor privado (véase *supra*, sección V, subsección «Ventaja económica») y el 75 % restante también procede de recursos estatales, no permite garantizar que la inversión productiva beneficiaria de la ayuda sea viable y sana.

<sup>(34)</sup> DO C 74 de 10.3.1998, p. 9.

(99) Como la inversión realizada en Ciudad de la Luz se ha financiado en su integridad mediante fondos públicos de SPTCV, esta condición no se cumple.

Ayuda sectorial al sector audiovisual

(100) En determinadas situaciones, la Comisión ha autorizado ayudas al sector audiovisual de conformidad con el artículo 107, apartado 3, letra c), teniendo en cuenta los objetivos culturales del artículo 167 del TFUE. La excepción cultural puede esgrimirse junto a otras bases jurídicas de compatibilidad, como la ayuda a determinadas actividades económicas con arreglo al artículo 107, apartado 3, letra c), del TFUE<sup>(35)</sup>. Aunque no ha sido propuesta por las autoridades españolas, a la luz de las observaciones de terceros interesados, a continuación se aborda la cuestión de la mencionada base jurídica.

(101) La evaluación con arreglo al artículo 107, apartado 3, letra c), del TFUE se lleva a cabo mediante una prueba en tres fases que sopesa las ventajas e inconvenientes de la medida en cuestión.

(102) Al aplicar esta prueba de sopesamiento, la Comisión evalúa los siguientes aspectos:

a) ¿Se destina la medida de ayuda a lograr un objetivo bien definido de interés común (es decir, pretende resolver una deficiencia de mercado o lograr otro objetivo)?

b) ¿Está la ayuda bien concebida para alcanzar el objetivo de interés común? En particular:

i) ¿Constituye la medida de ayuda un instrumento adecuado, es decir, existen otros instrumentos más idóneos?

ii) ¿Existe un efecto incentivador, es decir, modifica la ayuda la conducta de las empresas?

iii) ¿Es la medida de ayuda proporcionada, es decir, se podría lograr el mismo cambio de conducta con menos ayuda?

c) ¿Son escasos los efectos sobre el comercio y los falseamientos de la competencia de forma que el balance global es positivo?

#### Objetivo de la medida

(103) Se considera que existe una «deficiencia de mercado» si el resultado del mercado no conduce al mayor bienestar social posible. Un resultado de mercado ineficiente puede darse en el caso de los denominados bienes públicos o bienes *meritorios*<sup>(36)</sup>. Estos bienes generan efectos externos positivos cuando el beneficio social supera al beneficio privado. Como consecuencia de ello, la cantidad ofrecida se sitúa por debajo del nivel óptimo, lo que a su vez justifica la intervención pública (y posiblemente las subvenciones públicas).

(104) En la Unión existe un mercado comercial altamente competitivo en el que opera una serie de grandes estudios cinematográficos. Además, para las grandes producciones cinematográficas los estudios europeos han de hacer frente a una competencia notable por parte de estudios de fuera de la Unión. Por lo tanto, a primera vista no existen pruebas fundadas de la existencia de una deficiencia del mercado sobre la base de una oferta insuficiente y unos costes de entrada elevados. En su respuesta a la Decisión de incoación, los cineastas españoles alegan que, antes de que se construyera Ciudad de la Luz, el mercado español no disponía de unos servicios similares de gran calidad. En concreto, los cineastas valencianos señalaron que el acceso próximo a unos estudios de cine les permitiría reducir los costes de producción (costes de transporte más bajos, cercanía a otros servicios necesarios para la producción de películas, etc.).

(105) No obstante, el hecho de que los productores cinematográficos nacionales se beneficien de Ciudad de la Luz no basta para demostrar la existencia de una «deficiencia del mercado», tal como se ha definido anteriormente. En primer lugar, considerar que Ciudad de la Luz colma una deficiencia del mercado con respecto a la producción local de películas en España sería contrario al objetivo declarado por las autoridades españolas. El informe de Consultoría de 2004 considera que los estudios locales son únicamente competidores «indirectos», mientras que Ciudad de la Luz competiría por lograr las grandes producciones cinematográficas.

<sup>(35)</sup> Véase, en particular, la Decisión NN 84/2004, de 22 de marzo de 2006, Francia – Regímenes de ayuda al cine y al sector audiovisual. En este caso, la Comisión procedió a autorizar *a posteriori*, sobre la base del artículo 107, apartado 3, letras c) o d), del TFUE, unas medidas de ayuda destinadas a apoyar, entre otras cosas, la distribución de películas, la creación, remodelación o modernización de salas de cine, la distribución de vídeos musicales o vídeos, las actividades de I + D y el desarrollo de tecnologías de postproducción. Véase también N 192/2008, de 11 de abril de 2008, España – Promoción del doblaje y subtitulación de películas en euskera.

<sup>(36)</sup> Los bienes públicos existen en caso de que no sea posible prestar un bien o servicio a una persona sin excluir a otras o cuando no existe rivalidad en el consumo (por ejemplo, el alumbrado público, la red vial). Los bienes de interés general o *meritorios* son aquellos bienes y servicios que las administraciones públicas consideran que los ciudadanos no consumirán suficientemente por lo que deben ser subvencionados o suministrados de forma gratuita (por ejemplo, la educación o las bibliotecas públicas).

(106) En segundo lugar, para detectar una deficiencia del mercado con relación a los productores españoles, se tendría que evaluar si el beneficio social generado por unos estudios como Ciudad de la Luz es superior a su coste. Ello requeriría, entre otros elementos, considerar si las instalaciones actuales no son suficientes, es decir, que los cineastas españoles no pudieran utilizar los estudios operativos actualmente en España (como Video Planning, Cartuja Producciones y Loasur Audiovisual en Andalucía, MEDIA Park en Cataluña, Platós Valencia en Valencia, y Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Estudios Los Ángeles y Flash Estudio en Madrid) o en otros Estados miembros. Si bien los productores cinematográficos españoles señalaron algunas ventajas de coste (sin cuantificarlas) generadas por Ciudad de la Luz, no sostuvieron que unos estudios locales de estas características fueran esenciales para la producción cinematográfica local.

#### Ayuda bien concebida

(107) Habida cuenta de que no existe una deficiencia del mercado bien definida que pretendiese resolver la medida, tampoco puede considerarse que la ayuda sea apropiada y proporcionada para colmar dicha deficiencia. Si la finalidad del estudio de cine era fomentar la producción local, habría sido necesario, entre otras cuestiones, comparar la inversión realizada con otras medidas que podrían haber logrado eficiencias comparables desde la perspectiva de los productores cinematográficos. Las autoridades españolas no han facilitado esta comparación.

#### Falseamiento de la competencia y el comercio

(108) La prueba de sopesamiento requiere además evaluar los efectos negativos en términos de *falseamiento de la competencia y del comercio*. Puesto que su producción se ha situado muy por debajo de las expectativas iniciales y ha atraído fundamentalmente producciones locales, cabe considerar que hasta ahora el efecto de falseamiento de los estudios Ciudad de la Luz puede haber sido escaso. Sin embargo, el número de producciones cinematográficas realizadas en Ciudad de la Luz no es un buen indicador de sus posibles efectos de falseamiento. La entrada de Ciudad de la Luz en el mercado europeo de los estudios cinematográficos ha incrementado la capacidad global del mercado. La lógica económica básica implica que este incremento de la oferta generará una reducción general de los precios, independientemente del número de producciones que Ciudad de la Luz sea capaz de atraer. Dado que afectaría al precio de mercado global, esta reducción de precios no podría observarse comparando la fijación de tarifas por parte de Ciudad de la Luz con la de sus competidores. Por otra parte, es posible que la construcción de Ciudad de la Luz anime a otros Estados

miembros a realizar inversiones similares. Por último, dadas sus modernas instalaciones, puede que la posición de Ciudad de la Luz cambie en el futuro.

(109) Habida cuenta de lo anteriormente expuesto, la medida no puede ser considerada compatible con arreglo al artículo 107, apartado 3, letra c), ya que no se destina a colmar una deficiencia del sector y amenaza con afectar negativamente a la competencia y al comercio.

#### Ayuda cultural—inversión en la construcción de estudios

(110) Las autoridades españolas no han presentado argumentos para modificar el punto de vista de la Comisión manifestado en la Decisión de incoación, a saber, que «considera que no hay ningún elemento que indique que se puede aplicar la excepción [cultural] a las ayudas estatales que faciliten los costes de construcción y funcionamiento de un complejo de estudios cinematográficos de nueva construcción y gran tamaño». La Decisión de incoación daba por hecho la posibilidad que los estudios se considerasen «infraestructura cultural» por estar altamente especializados y circunscribirse su uso al sector audiovisual (para el rodaje de películas, producciones para televisión y anuncios publicitarios).

(111) Para que se aplicase la excepción cultural establecida en el artículo 107, apartado 3, letra d), del TFUE a la financiación no comprendida por la Comunicación sobre el cine, la ayuda tendría que haber sido no solo necesaria, proporcionada y adecuada [como se indica en la anterior evaluación con arreglo al artículo 107, apartado 3, letra c)] sino también dirigida a la consecución de un objetivo cultural. Dado que se ha concluido que no se cumplen estos criterios con arreglo a lo dispuesto en el artículo 107, apartado 3, letra c), lo mismo sucede con respecto al artículo 107, apartado 3, letra d).

#### Ayuda cultural — incentivos a los productores cinematográficos

(112) En diciembre de 2008, la Comisión autorizó los incentivos al cine ofrecidos por la Comunitat Valenciana en aplicación de la Comunicación sobre el cine<sup>(37)</sup>. Antes de eso, todo incentivo otorgado por la Comunitat Valenciana para el rodaje de películas en Ciudad de la Luz no pueden considerarse compatibles cuando el rodaje en Ciudad de la Luz haya sido una condición para la concesión de la ayuda (infringiendo el cuarto criterio de la Comunicación sobre el cine, que excluye los suplementos de ayuda para determinadas actividades de producción de películas).

<sup>(37)</sup> La Comunicación sobre el cine de 2001 establece los criterios según los cuales se podría aplicar la excepción cultural contemplada en el artículo 107, apartado 3, letra d), a los regímenes de ayuda destinados a fomentar la producción de obras audiovisuales.

- (113) Por último, no es necesario examinar en mayor detalle en el marco de la presente Decisión si ha habido concesión de ayudas a los productores cinematográficos.

## VI. CONCLUSIÓN

- (114) La Comisión debe concluir que España ha concedido ayuda estatal a Ciudad de la Luz SA vulnerando lo dispuesto en el artículo 108, apartado 3, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Un inversor privado no habría llevado a cabo en las mismas condiciones la inversión realizada por la Comunitat Valenciana en Ciudad de la Luz. Como consecuencia de ello, la Comisión debe considerar que la totalidad de la inversión pública en el proyecto es constitutiva de ayuda ilegal.

- (115) Por consiguiente, el importe de la ayuda hasta diciembre de 2010 es la totalidad de los 265 089 599 EUR de inversión pública directa efectuada en Ciudad de la Luz SA y todo incentivo concedido a productores cinematográficos bajo la condición de que el rodaje tuviese lugar en Ciudad de la Luz.

- (116) De conformidad con el TFUE y la jurisprudencia reiterada del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, la Comisión es competente para obligar al Estado de que se trate a suprimir o modificar las ayudas<sup>(38)</sup> cuando haya concluido que son incompatibles con el mercado interior. El Tribunal también ha sostenido de forma reiterada que la obligación de que un Estado suprima o modifique ayudas consideradas por la Comisión incompatibles con el mercado interior pretende restablecer la situación preexistente<sup>(39)</sup>. En este contexto, el Tribunal ha dictaminado que el objetivo se alcanza una vez que el beneficiario ha reembolsado los importes concedidos en concepto de ayuda ilegal, renunciando así a la ventaja de que había gozado en relación con sus competidores, y se ha restablecido la situación anterior al desembolso de la ayuda<sup>(40)</sup>.

- (117) De conformidad con dicha jurisprudencia, el artículo 14 del Reglamento (CE) n° 659/1999 del Consejo<sup>(41)</sup> establece que «cuando se adopten decisiones negativas en casos de ayuda ilegal, la Comisión decidirá que el Estado miembro interesado tome todas las medidas necesarias para obtener del beneficiario la recuperación de la ayuda».

HA ADOPTADO LA PRESENTE DECISIÓN:

### Artículo 1

El capital social inicial y las ampliaciones del capital social por importe de 94 459 719 EUR, los terrenos asignados a Ciudad de la Luz por valor de 9 800 040 EUR, los préstamos participativos por importe de 115 millones EUR, los préstamos convertibles en acciones emitidos desde 2008 por un total de 45 829 840 EUR, concedidos ilegalmente por España a Ciudad de la Luz SA con anterioridad al 31 de diciembre de 2010, así

<sup>(38)</sup> Asunto C-70/72, Comisión/Alemania, apartado 13.

<sup>(39)</sup> Asuntos acumulados C-278/92, C-279/92 y C-280/92, España/Comisión, apartado 75.

<sup>(40)</sup> Asunto C-75/97 Bélgica/Comisión, apartados 64-65.

<sup>(41)</sup> DO L 83 de 27.3.1999, p. 1.

como todo incentivo otorgado a productores cinematográficos bajo la condición de que el rodaje tenga lugar en Ciudad de la Luz, vulnerando lo dispuesto en el artículo 108, apartado 3, del Tratado, constituyen ayuda estatal incompatible con el mercado interior.

### Artículo 2

1. España deberá recuperar del beneficiario la ayuda incompatible contemplada en el artículo 1.

2. Las cantidades pendientes de recuperación devengarán intereses desde la fecha en que se pusieron a disposición del beneficiario hasta la de su recuperación.

3. Los intereses se calcularán sobre una base compuesta de conformidad con el capítulo V del Reglamento (CE) n° 794/2004 del Consejo<sup>(42)</sup>.

4. España cancelará todos los pagos pendientes de la ayuda mencionada en el artículo 1 con efectos a contar desde la fecha de adopción de la presente Decisión.

### Artículo 3

1. La recuperación de la ayuda mencionada en el artículo 1 será inmediata y efectiva.

2. España garantizará que la presente Decisión se aplique en el plazo de cuatro meses a partir de la fecha de su notificación.

### Artículo 4

1. En un plazo de dos meses a partir de la fecha de notificación de la presente Decisión, España facilitará la información siguiente:

a) el importe total (principal e intereses) que debe recuperarse de cada beneficiario;

b) una descripción detallada de las medidas ya adoptadas y previstas para el cumplimiento de la presente Decisión;

c) los documentos que demuestren que se ha ordenado al beneficiario la devolución de la ayuda.

2. España mantendrá informada a la Comisión del avance de las medidas nacionales adoptadas en aplicación de la presente Decisión hasta que haya concluido la recuperación de la ayuda contemplada en el artículo 1. Presentará inmediatamente, a petición de la Comisión, información sobre las medidas ya adoptadas y previstas para el cumplimiento de la presente Decisión. También proporcionará información detallada sobre los importes de la ayuda y los intereses ya recuperados del beneficiario.

<sup>(42)</sup> DO L 125 de 28.4.2004, p. 4.

*Artículo 5*

El destinatario de la presente Decisión será el Reino de España.

Hecho en Bruselas, el 8 de mayo de 2012.

*Por la Comisión*  
Joaquín ALMUNIA  
*Vicepresidente*

---

## ANEXO A

**Información sobre los importes de ayuda recibidos, que deben recuperarse y ya recuperados**

Identidad del beneficiario	Importe total de ayuda recibida con arreglo al régimen (*)	Importe total de ayuda que debe recuperarse (*) (Principal)	Importe total ya reembolsado (*)	
			Principal	Intereses

(\*) Millones de moneda nacional.

## ANEXO I

**Ciudad de la Luz (CDL) —Enfoque para el cálculo adecuado del coste de capital en las decisiones presupuestarias de inversión —Julio de 2009****Objetivo**

El objetivo de este informe es determinar si la inversión en el proyecto de creación de la empresa Ciudad De la Luz (CDL) puede calificarse de ayuda estatal. De acuerdo con el principio del inversor que actúa en condiciones de mercado, la inversión acometida se considera una ayuda estatal si la compensación que espera recibir el Estado es inferior al montante que habría requerido un inversor privado en las circunstancias de ese proyecto en concreto.

Un inversor privado de capital <sup>(1)</sup> habría estado dispuesto a invertir en el proyecto CDL si la tasa interna de rentabilidad esperada <sup>(2)</sup> fuera mayor o igual que el coste de oportunidad del capital social <sup>(3)</sup> (es decir, que la rentabilidad que habría podido obtener en un proyecto similar).

En el análisis que sigue se utiliza el modelo de valoración de activos financieros para obtener el coste del capital social. Esta es la variable que permite determinar si un inversor privado habría decidido invertir en el proyecto CDL.

A continuación, el intervalo resultante para la variable se compara con los resultados ex post obtenidos por una muestra representativa de competidores con el proyecto CDL. Este es el enfoque adoptado por la consultora LECG en su informe, a saber, la utilización de los resultados ex post para establecer una referencia de comparación para el coste de oportunidad del capital para este tipo de proyectos. Como se verá a continuación, la medida de los resultados ex post elegida por LECG no es la más adecuada para establecer la referencia de comparación. Y lo que es más importante, cualquier indicador de los resultados ex post constituye una variable sustitutiva imperfecta de la rentabilidad ex ante requerida.

Llegamos a la conclusión de que el coste de oportunidad del capital para este proyecto se situaría en torno al 14,91 %. Por consiguiente, un inversor privado exigiría obtener una tasa interna de rentabilidad superior al 14,91 %. De acuerdo con el plan de negocio propuesto por CDL en 2004 (que constituye la información financiera más reciente en la que se basa el presente proyecto), la tasa interna de rentabilidad de la inversión en CDL era del 5,74 % <sup>(4)</sup>.

En consecuencia, un inversor privado no habría invertido en el proyecto CDL dado que su tasa interna de rentabilidad es inferior al coste de oportunidad del capital.

**El coste del capital social <sup>(5)</sup>**

El coste del capital social es la tasa mínima de rentabilidad que debe ofrecer el proyecto CDL a sus socios en compensación por:

- el valor temporal del dinero,
- el riesgo asociado a la inversión en el proyecto CDL.

Es importante hacer hincapié en que la tasa de rentabilidad pertinente es una rentabilidad futura esperada, no una rentabilidad histórica. El coste del capital social refleja el coste de oportunidad de la inversión para los socios en empresas o proyectos que presenten el mismo riesgo financiero y empresarial (o un nivel de riesgo similar) que el proyecto objeto de examen.

A continuación aplicamos un método de estimación del coste del capital social que goza de amplia aceptación, a saber, el modelo de valoración de activos financieros:

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

Donde:

- $K_e$  es el coste del capital social, expresado en términos porcentuales,
- $R_f$  es el tipo sin riesgo, expresado en términos porcentuales,
- $(R_m - R_f)$  es la prima de riesgo de mercado, expresada en términos porcentuales,
- $\beta$  es la «Beta», una medida del riesgo sistemático (no diversificable) asociado a los valores de CDL, que refleja tanto el riesgo financiero como el riesgo empresarial.

<sup>(1)</sup> En ausencia de deuda.

<sup>(2)</sup> Por definición, la tasa interna de rentabilidad corresponde a la tasa de descuento que hace que el valor actual neto de la inversión sea igual a cero.

<sup>(3)</sup> Brealey and Myers (2000), *Principles of Corporate Finance*, sexta edición (capítulo 5, p. 100).

<sup>(4)</sup> El uso de esta referencia no debe interpretarse como una consideración de que esta cifra sea correcta. Resulta complicado establecer con exactitud las previsiones de los flujos de efectivo; por tanto, es probable que, en el mejor de los casos, la tasa de rentabilidad interna indicada del 5,74 % represente un límite superior.

<sup>(5)</sup> Puede consultarse en el apéndice la definición general del coste medio ponderado del capital, que incluye tanto el capital como la deuda.

Para el tipo sin riesgo, la práctica del mercado sugiere tomar el tipo de interés de los bonos públicos a largo plazo (normalmente a 10 años) en el país de las operaciones.

En cuanto a la prima de riesgo, debería tomarse la prima de riesgo histórica del mercado durante un período de tiempo razonablemente largo. Es muy habitual utilizar el diferencial entre la rentabilidad histórica de un índice de acciones diversificado en el país de las operaciones y el tipo sin riesgo.

#### Aplicación al proyecto Ciudad de la Luz

En 2004, la rentabilidad media anual de los bonos públicos a 10 años en España era del 4,1 % <sup>(1)</sup>.

$$R_f = 4,1 \%$$

Según Fernández (2004) <sup>(2)</sup>, la prima de riesgo histórica de mercado para los bonos públicos españoles (en el período 1991-2003, que coincide aproximadamente con el período previo a nuestra inversión) se sitúa entre el 6,8 % y el 9,3 % (la diferencia reside en el método de cálculo de la media —aritmética frente a geométrica—). En nuestra estimación de la prima de riesgo de mercado tendremos en cuenta el límite inferior de este intervalo.

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

Por último, para estimar el valor de la beta, utilizamos información públicamente disponible perteneciente a empresas que las autoridades españolas han identificado como competidores directos de CDL.

En 2001, KBC Securities elaboró un informe que contenía la información necesaria para calcular el valor actual neto de una inversión a 10 años en el **Grupo Carrere**. Obsérvese que tanto la fecha como el plazo de amortización de la inversión coinciden aproximadamente con el caso que nos ocupa. La tasa de descuento utilizada en el informe KBC era del 12 %, mientras que para la beta se obtuvo un valor de 1,8. Teniendo en cuenta que el perfil del riesgo financiero de **Carrere** es diferente del de CDL (la estructura de capital de Carrere incluye la deuda), debemos de ajustar este valor y calcular la beta sin tener en cuenta la deuda con el fin de aislar el perfil de riesgo empresarial. La fórmula que permite obtener el valor de la beta excluida la deuda viene dada por la expresión:

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

donde T es el tipo impositivo aplicable. El tipo impositivo en Francia, donde tiene su sede social Carrere, se sitúa en torno al 33 %, y los datos relativos al coeficiente de endeudamiento pueden encontrarse en el informe original de KBC. En el momento de la emisión de las acciones, el coeficiente de endeudamiento era del 10 %. Este valor se ha confirmado con los datos de Bloomberg.

Utilizando estos valores para los diferentes parámetros, se obtiene el valor siguiente para la beta sin deuda:

$$\text{Beta}_{\text{sin deuda}} = 1,68$$

En Alemania, Der Spezialist für Finanzaktien realizó un análisis similar en 2008 para **Studio Babelsberg**, otra empresa que las autoridades españolas han identificado como competidora directa de CDL. En dicho informe se utilizaba la hipótesis de que el coste del capital era del 12 % y se obtuvo para la beta un valor de 1,5. En el momento en que se publicó el informe, **Studio Babelsberg** no tenía deudas, lo que significa que su estructura de capital era idéntica a la de CDL; por tanto, en este caso no es necesario realizar ajuste alguno en la beta.

Estas pruebas obtenidas de informes detallados pertenecientes a dos competidores directos indican que la beta aplicable a CDL se encuentra (como mínimo) en el rango 1,5 - 1,68. Además, por las razones ya expuestas por la Comisión, es probable que la inversión en CDL conlleve un mayor nivel de riesgo idiosincrático. En otras palabras, probablemente el valor de la beta aplicable a CDL sea mayor que el de sus competidores.

A continuación tomamos la media aritmética de estos dos valores y asignamos el resultado a CDL (a pesar de que es probable que CDL presente un mayor nivel de riesgo idiosincrático). Téngase en cuenta que estos datos fueron proporcionados por analistas financieros que llevaron a cabo un análisis en profundidad de Carrere y Studio Babelsberg.

Así, el límite inferior de la rentabilidad esperada de la inversión para un inversor privado sería:

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

La obtención de esta cifra resulta útil, dado que implica que un valor del coste medio ponderado del capital (WACC, en sus siglas en inglés) sustancialmente inferior a **14,91 %** puede descartarse sin más trámite.

#### Debilidades de la metodología de LECG

La estimación utilizada en el estudio de la consultora LECG, que condujo a un factor de descuento del 5,15 %, presenta importantes carencias metodológicas. LECG afirmaba que la variable sustitutiva adecuada para el coste medio ponderado del capital es la rentabilidad sobre el activo obtenida por uno o quizá dos competidores (Pinewood y Babelsberg).

<sup>(1)</sup> Global Insight.

<sup>(2)</sup> Pablo Fernández (2004). *Market risk premium: required, historical and expected*, documento de trabajo de la Escuela de Negocios IESE.

En primer lugar y con carácter general, las medidas contables de la rentabilidad, como la rentabilidad sobre el activo, no deben considerarse una medida adecuada de la rentabilidad media que espera obtener un inversor. Hay al menos tres razones que lo justifican <sup>(1)</sup>: desde el punto de vista contable, la rentabilidad se calcula de forma anual, mientras que un inversor racional tendrá en cuenta la rentabilidad a lo largo de toda la vida del proyecto de que se trate; además, la información contable es información histórica sobre la empresa, por lo que resulta más apropiada para evaluar los resultados *ex post* de la compañía que el rendimiento *ex ante* esperado de las inversiones; por último, a los inversores no les interesan realmente las ganancias contables sino las monetarias, es decir, los flujos de efectivo que obtienen de sus inversiones.

Además, LECG debería haber comparado el coste medio ponderado del capital con el rendimiento sobre el capital invertido y no con la rentabilidad sobre el activo. La medida del coste medio ponderado del capital se refiere al capital total, esto es, al capital social y la deuda financiera. Sin embargo, el pasivo de un balance de situación típico no solo contiene el capital social y la deuda financiera sino también el pasivo corriente, es decir, las cuentas por pagar a los proveedores. Por consiguiente, el activo total es mayor o igual que el capital total y, para un nivel de rentabilidad dado, la rentabilidad del activo es menor o igual que el rendimiento sobre el capital invertido. <sup>(2)</sup> Por tanto, la variable que debe compararse con el coste medio ponderado del capital es el rendimiento sobre el capital invertido y no la rentabilidad sobre el activo. Un proyecto logra un valor positivo si y solo si el rendimiento obtenido sobre el capital invertido es mayor o igual que el coste medio ponderado del capital.

### Datos sobre los competidores

Antes de examinar los datos del mercado, queremos insistir en que la referencia de comparación adecuada es el coste *ex ante* del capital social. Los niveles de rentabilidad observados *ex post* constituyen únicamente una variable sustitutiva imperfecta de las expectativas *ex ante*, dado que la rentabilidad lograda *ex post* no es necesariamente igual a la rentabilidad requerida *ex ante*. Si los inversores están interesados en los resultados pasados de un determinado sector, deberán analizar el rendimiento sobre el capital invertido, una medida de la rentabilidad *ex post* relativamente neutral ante la estructura de capital de las diferentes empresas puesto que incluye tanto el capital como la deuda. A medida que aumenta el nivel de endeudamiento de una empresa, el rendimiento del capital para los accionistas también crece, en comparación con el rendimiento sobre el capital invertido.

En el análisis que sigue examinaremos datos del rendimiento sobre el capital invertido referidos a un grupo representativo de competidores. Dichos datos han sido obtenidos de varias fuentes y, como se verá, los resultados no se apartan de los de nuestro ejercicio de contraste.

#### 1. Datos de AMADEUS

AMADEUS es una completa base de datos paneuropea que contiene información financiera de más de 11 millones de empresas públicas y privadas de 41 países europeos elaborada por Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing. BvD es uno de los principales proveedores a escala mundial de datos sobre los balances de situación empresariales; Europa es la región para la que se dispone de mayor cobertura de datos.

La mediana es el número que separa la mitad superior de una muestra de la mitad inferior. Si los valores observados se ordenan de forma ascendente o descendente, la mediana es el valor situado en el centro de la ordenación.

La media aritmética (promedio) es la suma de todas las observaciones dividida por el número de observaciones.

En muchas distribuciones la media y la mediana coinciden. Desde el punto de vista empírico, sin embargo, ambas medidas pueden registrar diferencias sustanciales si, pese a contar con una muestra de gran tamaño, la distribución observada es asimétrica (debido, por ejemplo, a que contiene varios valores discrepantes, lo que se conoce como observaciones extremas).

Los datos que se exponen a continuación presentan valores de la media superiores a los de la mediana (lo que se conoce como asimetría positiva). Dado que la media es sensible a los valores discrepantes, nos centraremos en la mediana. Téngase en cuenta que esta decisión conduce como conclusión a un nivel de rentabilidad inferior al que se obtendría en caso de utilizar la media muestral.

### Análisis de grupo de homólogos

Utilizando una muestra muy amplia que abarca todas las actividades incluidas en el epígrafe 921 de la nomenclatura estadística de actividades económicas de las Comunidades Europeas (NACE) (Actividades de producción cinematográfica y de vídeo) se generan más de 11 000 observaciones para el período 1994-2008.

	Mediana
Rendimiento sobre el capital invertido	13,56 %

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

<sup>(2)</sup> Esta confusión surge a menudo, puesto que en los manuales financieros algunos autores parten de un balance de situación simplificado que incluye únicamente el capital social y la deuda financiera, prescindiendo del pasivo corriente. En esos supuestos, de hecho, la rentabilidad sobre el activo es igual al rendimiento sobre el capital invertido. Sin embargo, esto no suele ser así en la vida real.

Pinewood-Shepperton, el Grupo Carrere y Barrantov Studio están incluidos en el código más restringido 9211 de la NACE a cuatro dígitos (Producción cinematográfica y de vídeo). Además de las clasificaciones de la NACE, AMADEUS proporciona una definición más precisa del concepto de homólogos al agrupar a las empresas que tienen el mismo código NACE en función de su tamaño. Pinewood-Shepperton, el Grupo Carrere y Barrantov Studio pertenecen al grupo de «empresas muy grandes» dentro del código 9211 de la NACE (la expresión «muy grandes» no constituye una medida absoluta sino relativa, en comparación con otras empresas incluidas en el epígrafe 9211 de la NACE). Para este grupo de 45 empresas homólogas, la mediana <sup>(1)</sup> correspondiente al período 2000-2006 en los casos en que se dispone de datos es:

	Mediana
Rentabilidad sobre el capital invertido	10,1 %

En AMADEUS, Studio Babelsberg figura incluida en el mismo código de la NACE que las tres empresas anteriores, pero está considerada únicamente como «gran empresa». El grupo de «empresas grandes» homólogas incluidas en dicho código está formado por un total de 133 compañías. La mediana del grupo en el mismo período (2000-2006) es:

	Mediana
Rentabilidad sobre el capital invertido	10,1 %

Cinecittà Studios tiene asignado un código NACE de «publicidad», lo que significa que el grupo de homólogos resulta inadecuado a efectos comparativos. CDL también se asignó a un grupo de homólogos cuyo código NACE es el 7413 (Estudios de mercado y realización de encuestas de opinión pública), que en nuestra opinión resulta irrelevante para nuestra evaluación.

## 2. Datos de ORBIS <sup>(2)</sup>

Con el fin de obtener datos sobre las empresas mencionadas en la información presentada por las autoridades españolas, fue necesario recurrir a ORBIS. En dicha base de datos había información disponible sobre las empresas siguientes:

- Pinewood Shepperton
- Studio Babelsberg
- Grupo Carrere
- Cinecittà
- Ealing Studios
- Barrantov
- Prime Focus
- Ray Corp
- EUROPACORP

La mediana de estas empresas para el período 2002-2007 es:

	Mediana
Rentabilidad sobre el capital invertido	10,82 %

Dado que este grupo de empresas se compone de competidores claramente identificados, se elimina el riesgo de incluir valores discrepantes que realmente no estén activos en el mismo segmento que CDL (algo que sí podría suceder en el caso de los grupos de homólogos creados en AMADEUS). Por tanto, se presenta también la media correspondiente a ese grupo a lo largo del período 2000-2007.

	MEDIA
Rentabilidad sobre el capital invertido	12,26 %

<sup>(1)</sup> Como se ha señalado anteriormente, la mediana para este grupo es inferior a la media aritmética. Para este análisis de grupo de homólogos, AMADEUS proporciona la mediana anual del rendimiento sobre el capital invertido correspondiente al grupo de homólogos en su conjunto. Para agregar la información obtenida a lo largo del tiempo (el dato que figura en el texto), se calculó la «mediana de las medianas anuales».

<sup>(2)</sup> ORBIS es una base de datos mundial que contiene información sobre más de 50 millones de empresas de todo el planeta (Bureau van Dijk Electronic Publishing).

### Conclusión

A través de nuestro análisis se obtiene un coste de oportunidad del capital del 14,91 % para la inversión en CDL. Si damos por bueno el plan de negocio de 2004 propuesto por CDL y el análisis de la consultora LECG, la tasa interna de rentabilidad de este proyecto sería del 5,74 %. Sin embargo, debemos hacer hincapié en que los flujos de efectivo previstos en los planes de negocio de 2004 se antojan injustificadamente optimistas, especialmente teniendo en cuenta las pérdidas reales sufridas por la empresa en el período 2002-2004 <sup>(1)</sup>. Dada la información de la que disponemos, podemos suponer que los flujos de efectivo esperados expuestos en el plan de negocio de 2004 representaban un límite superior.

Como se ha indicado en la introducción, un inversor solo invertirá en un proyecto que le ofrezca una tasa interna de rentabilidad superior al coste de oportunidad del capital. En consecuencia, un inversor en el proyecto CDL habría exigido una tasa interna de rentabilidad muy superior (es decir, como mínimo del 14,91 %) para invertir en dicho proyecto. Podemos concluir que la inversión realizada en el proyecto CDL no cumplía el principio del inversor que actúa en condiciones de mercado.

Con un coste medio ponderado del capital = 14,91 % y suponiendo que las previsiones de los flujos de efectivo para 2004 representen un límite superior, calculamos el valor actual neto del proyecto como la suma de los flujos de efectivo descontados. Basándonos en la información presentada por las autoridades españolas, resulta que la inversión de 199 millones es la suma de los flujos de efectivo en el período 2005-2007. El flujo de efectivo del último período incluye el valor residual, calculado utilizando el modelo de descuento del dividendo:

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

Donde  $D_t$  representa el dividendo a pagar en el año  $t$ ,  $g$  es la tasa de crecimiento de los dividendos y  $r$  es la tasa de descuento.

Esta expresión presenta una elevada sensibilidad a los parámetros  $D_t$  y  $g$ . El cálculo de estimaciones precisas de  $D_t$  y  $g$  queda fuera del propósito de este artículo. Por este motivo utilizamos como referencia de comparación los valores propuestos por las autoridades españolas, a saber,  $D_t = 8\,651$  (flujo de efectivo del último período) y  $g = 2,553\%$  (tasa de inflación). No obstante, aplicamos nuestra tasa de descuento estimada del 14,91 %. Sobre la base de los valores de estos parámetros, el proyecto genera un valor actual neto negativo de -131,65 millones.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Flujo de efectivo	- 884	- 1 792	- 2 601	- 118 177	- 55 813	- 25 088	4 462
Descuento	$(1 + WACC)^2$	$1 + WACC$	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
Flujo de efectivo descontado	<b>- 1 167,26</b>	<b>- 2 059,19</b>	<b>- 2 601,00</b>	<b>- 102 843,09</b>	<b>- 42 268,78</b>	<b>- 16 534,56</b>	<b>2 559,16</b>

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Valor actual neto
Flujo de efectivo	5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	80 447	
Descuento	$1/(1 + WACC)^5$	$1/(1 + WACC)^6$	$1/(1 + WACC)^7$	$1/(1 + WACC)^8$	$1/(1 + WACC)^9$	$1/(1 + WACC)^{10}$	
14,91 %	0,4991	0,4344	0,3780	0,3290	0,2863	0,2491	
Flujo de efectivo descontado	<b>2 758,17</b>	<b>2 849,86</b>	<b>2 586,30</b>	<b>2 650,40</b>	<b>2 378,07</b>	<b>20 041,62</b>	<b>- 131,65</b>

### Comentarios a la última información presentada (25 de marzo)

La información remitida el 25 de marzo carece de rigor metodológico y en ella se realiza una serie de afirmaciones de gran calado que, en el mejor de los casos, carecen de fundamento. Se afirma que:

<sup>(1)</sup> Fuente: Informe de empresas ORBIS

[...] «Para cuantificar esta rentabilidad y, sobre todo, la prima de riesgo que exigiría un inversor privado de un proyecto se utilizan diferentes modelos. El que se utiliza con más frecuencia es el modelo de valoración de activos financieros. Por ejemplo, si se aplica este modelo al caso que nos ocupa, un inversor privado "exigiría" una prima de riesgo (no una tasa de rentabilidad) del 3,75 % en 2000 y del 2,07 % en 2004»,

y se expone la tabla siguiente:

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 %

En otras palabras, la información presentada sostiene que la beta de CDL es  $\beta = 0,395$ . Se trata de una conjetura carente de fundamento y que no está respaldada por ningún dato fiable ni verificable. Tampoco resulta fácilmente defendible desde el sentido común.

A continuación ofrecemos una cita literal de Brealey y Myers, referencia central utilizada en la información presentada por la consultora LECG.

«[...] la beta mide el grado de sensibilidad de un valor ante las fluctuaciones del mercado. Las acciones con una beta mayor que 1,0 tienden a amplificar los movimientos globales del mercado. Aquellas cuya beta se sitúa entre 0 y 1,0 tienden a moverse en la misma dirección que el mercado, aunque en menor medida. Por supuesto, el mercado es la "cartera de todas las acciones", por lo que la acción "media" tiene una beta de 1,0.» (capítulo 7, página 174).

Dicho de otro modo, las acciones con una beta mayor presentan una volatilidad mayor y, por consiguiente, un riesgo más elevado.

El riesgo de la inversión en CDL es, al menos, tan elevado como el de la inversión en sus competidores establecidos, cuyas betas son significativamente superiores a 1 (véanse las evaluaciones realizadas por KBC Securities y Spezialist für Finanzaktien).

Por último, con respecto al tipo sin riesgo, parece altamente oportunista referirse a la crisis financiera actual, una situación temporal, para refutar el valor elegido por la Comisión, que corresponde al tipo sin riesgo en el período en que se realizó la inversión en el proyecto CDL.

*Apéndice*

Para financiar un proyecto, los inversores deben invertir capital. Dicho capital tiene un coste, que se conoce como coste del capital.

Normalmente, el capital proviene de dos grandes tipos de fuentes:

- Capital social (E)
- Capital financiero (deuda) (D)

La suma del capital social y la deuda es el capital total (C), expresado en EUR. Cada una de estas dos fuentes de capital tiene un coste determinado. Denominamos:

- $K_e$  al coste del capital social, expresado en términos porcentuales,
- $K_d$  al coste del capital financiero (es decir, de la deuda), expresado en términos porcentuales.

El coste total del capital, por tanto, es el coste medio ponderado del capital, teniendo en cuenta el porcentaje que supone el capital social y el que representa la deuda. Por consiguiente, tenemos:

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

Téngase en cuenta además que  $K_d$  y  $K_e$  son el coste esperado del capital financiero y del capital social, no el coste histórico.

Teniendo en cuenta las ventajas fiscales asociadas a la financiación mediante deuda, y suponiendo que T es el tipo impositivo aplicable al proyecto CDL, tenemos:

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

En el caso concreto del proyecto CDL, el plan de negocio correspondiente al año 2000 no hace mención alguna a la deuda. Dado que el proyecto se financia íntegramente con capital social, tenemos lo siguiente:

$$WACC = K_e$$

---

## ANEXO II

[adaptación del documento de marzo de 2010]

**Respuesta a la información elaborada por la consultora LECG y presentada el 19 de octubre de 2009**

La respuesta de la consultora LECG al análisis de los servicios de la Comisión se centra en cuatro cuestiones:

- 1) La utilización supuestamente errónea del modelo de valoración de activos financieros (CAPM en sus siglas en inglés, Capital Asset Pricing Model).

Pese a que LECG acepta que es correcto llevar a cabo un análisis basado en el modelo de valoración de activos financieros, cuestiona los valores de los parámetros utilizados por la Dirección General de Competencia. Más concretamente, LECG afirma que:

- la prima de riesgo del mercado debería ser inferior,
- los valores de las betas también deberían ser inferiores.

- 2) Los servicios de la Comisión no deberían haberse basado únicamente en el plan de negocio de Consultia IT, sino que debería haber utilizado además el plan de negocio de Arthur Andersen correspondiente al año 2000 para establecer la referencia de comparación adecuada.
- 3) Los servicios de la Comisión no utilizaron las ratios financieras apropiadas para estimar la rentabilidad esperada del proyecto Ciudad de la Luz (CDL).
- 4) Los servicios de la Comisión tampoco tuvieron en cuenta los ingresos previstos derivados de la construcción de hoteles y espacio de oficinas.

**1. Parámetros del modelo de valoración de activos financieros CAPM (Capital Asset Pricing Model)****1.1. Prima de riesgo del mercado**

La consultora LECG cuestiona nuestra elección de utilizar datos históricos referentes a las primas, basada en Fernández (2004), para estimar la prima de riesgo de mercado en España para los años 2000 y 2004. En lugar de ello, dicha consultora sugiere utilizar la información que aparece en un artículo posterior del mismo autor.<sup>(1)</sup>

Como se verá a continuación, el informe de LECG cita dicho artículo de forma extremadamente selectiva.

El informe de LECG argumenta que debería utilizarse la prima exigida en lugar de la prima histórica. Sin embargo, Fernández (2009) afirma lo siguiente:

«Es fácil concluir que no existe una estimación puntual generalmente aceptada de la prima de riesgo del mercado y que tampoco existe un método común para estimar dicha prima. [...]

Las recomendaciones relativas a la prima de riesgo del mercado, extraídas de 150 manuales sobre finanzas y valoración publicados entre 1979 y 2009, oscilan entre el 3 % y el 10 %. Son varios los libros que utilizan diferentes primas de riesgo en diferentes páginas, y la mayoría de ellos no establecen distinción entre los cuatro conceptos que designa la expresión "prima de riesgo del mercado": la prima de riesgo histórica, la prima de riesgo esperada, la prima de riesgo exigida y la prima de riesgo implícita. [...]

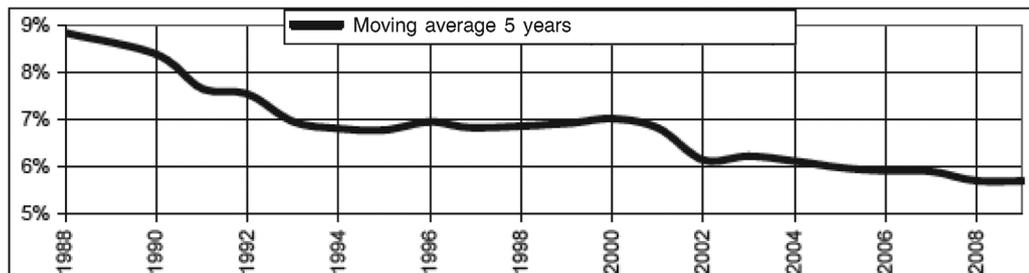
En 129 de esos libros la prima de riesgo esperada y exigida se consideran términos sinónimos y en 82 no se hace distinción entre la prima de riesgo esperada y la histórica».

Además, por lo que respecta a su valor concreto, el estudio de LECG propone utilizar una prima de riesgo del mercado recientemente presentada por Fernández (2009), quien sugiere usar una prima de riesgo exigida en el intervalo comprendido entre el 3,8 % y el 4,3 %. Hay al menos dos motivos por los que este rango no es válido para nuestros fines. En primer lugar, presenta limitaciones intrínsecas, al tratarse de una valoración subjetiva de un único individuo. Debe tenerse en cuenta que Fernández también presenta un valor medio obtenido de un total de 150 manuales (véase el gráfico a continuación). En segundo lugar, y lo que es más importante, la sugerencia de dicho autor de utilizar un valor comprendido entre el 3,8 % y el 4,3 % constituye una estimación de la *prima de riesgo actual*, no la que se registraba en 2000 y en 2004. Los valores de los parámetros que deben utilizarse en el

<sup>(1)</sup> Pablo Fernández (2009): «The Equity Premium in 150 Textbooks», documento de trabajo de la Escuela de Negocios IESE.

modelo de valoración de activos financieros deben ser contemporáneos a la fecha de la decisión de negocio (es decir, ex ante y no ex post). En otras palabras, la prima de riesgo adecuada es la que se registraba en 2000 (o en 2004), no en 2009. En relación con este punto, el artículo de Fernández (2009) sí ofrece estimaciones consensuadas de la prima de riesgo exigida en 2000 y 2004. Concretamente, el valor de la prima de riesgo exigida en 2004 supera el 6 %, mientras que en 2000 ronda el 7 %. Nuestra estimación, elaborada antes de que se publicara el citado artículo, era correcta y se situaba dentro de ese intervalo, a saber, en el 6,8 %.

«El gráfico siguiente muestra la evolución de la media móvil (en los últimos cinco años) de la prima de riesgo exigida que utilizan o recomiendan 150 manuales sobre finanzas y valoración».



## 1.2. Beta

Por lo que respecta a la beta, el informe de LECG siembra dudas sobre el uso de las estimaciones proporcionadas por empresas privadas especializadas en valoraciones. A continuación ofrecemos los enlaces a los estudios a los que hacemos referencia:

Carrere (la información que se utilizó puede encontrarse en la página 5 del informe siguiente):

[http://www.carreregroup.com/fr/documents/financiers/Etude\\_Financiere\\_13062001.pdf](http://www.carreregroup.com/fr/documents/financiers/Etude_Financiere_13062001.pdf)

Studio Babelsberg (véase la página 10)

[http://www.studiobabelsberg.com/uploads/media/Studio\\_Babelsberg\\_\\_14May08.pdf](http://www.studiobabelsberg.com/uploads/media/Studio_Babelsberg__14May08.pdf)

A nuestro juicio, un inversor privado acudiría precisamente a estas fuentes en busca de información para determinar el valor de la beta ex ante. Estos analistas cuentan con conocimientos específicos para evaluar las valoraciones ex ante.

Estos dos estudios proporcionan las betas de una serie de competidores cercanos al proyecto Ciudad de la Luz.

Pablo Fernández, el autor citado de forma extensa aunque selectiva en el estudio de LECG, ha dedicado buena parte de su trabajo a demostrar que las betas históricas (como las que propone LECG) son prácticamente irrelevantes.

En su artículo «Are calculated betas worth for anything?» (2008, documento de trabajo de la Escuela de Negocios IESE), Pablo Fernández expone sólidos argumentos en contra del uso de las betas calculadas en las valoraciones:

«Ponemos de manifiesto que, con carácter general, es un grave error utilizar la beta histórica como variable sustitutiva de la beta esperada. En primer lugar, porque resulta casi imposible calcular una beta coherente, dado que las betas históricas varían drásticamente de un día a otro; en segundo lugar, porque con mucha frecuencia no podemos decir con un nivel de confianza estadística significativo que la beta de una empresa sea mayor o menor que la de otra; en tercer lugar, porque en muchos casos las betas históricas no tienen demasiado sentido: las empresas con un perfil de riesgo elevado presentan a menudo unas betas históricas inferiores a las de las empresas con bajo riesgo; en cuarto lugar, porque las betas históricas dependen en gran medida del índice que utilizemos para calcularlas. [...] (!)» (el subrayado es nuestro).

El tercer argumento que esgrime Fernández (2008) también sirve para ilustrar que las betas presentadas por LECG no pueden ser correctas. Además, Fernández afirma que las empresas con un riesgo elevado también presentan un valor alto de la beta. Se trata de un resultado muy intuitivo: la rentabilidad exigida para un proyecto de alto riesgo (como el de CDL) debería ser mayor que la que ofrezca una cartera de valores diversificada (por ejemplo, el IBEX 35).

(<sup>1</sup>) Damodaran (Damodaran, Aswath (1994), Damodaran on Valuation. Nueva York: John Wiley and Sons) también adopta este enfoque al calcular la beta de Disney. Con los datos diarios, obtiene una beta de 1,33; con los semanales, de 1,38; con los mensuales, de 1,33; con los trimestrales, de 0,44, y con los datos anuales obtiene una beta de 0,77. Si toma un período de tres años, obtiene un valor de 1,04, que asciende a 1,13 si el período es de cinco años o a 1,18 si el período utilizado es de 10 años. La beta también depende del índice tomado como referencia de comparación; así, con respecto al Dow 30 se obtiene una beta de 0,99; en relación con el índice S&P 500, la beta es de 1,13, y con respecto al Wilshire 5000, se obtiene un valor de 1,05.

En otro artículo centrado en el caso de España («On the instability of betas: the case of Spain», 2008, documento de trabajo de la Escuela de Negocios IESE), Pablo Fernández vuelve a mostrar que es un grave error utilizar betas calculadas a partir de datos históricos para calcular la rentabilidad exigida a las acciones.

«Esto es un error por siete razones:

1. Porque las betas calculadas a partir de datos históricos cambian considerablemente de un día para otro.
2. Porque las betas calculadas dependen en gran medida del índice bursátil utilizado a modo de referencia del mercado.
3. Porque las betas calculadas dependen en gran medida del período histórico utilizado para calcularlas (cinco años, tres años, etc.).
4. Porque las betas calculadas dependen del tipo de rentabilidad (mensual, anual, etc.) se utilice para calcularlas.
5. Porque con mucha frecuencia desconocemos si la beta de una empresa es mayor o menor que la de otra.
6. Porque las betas calculadas presentan una correlación baja con la rentabilidad de las acciones.
7. Porque los coeficientes de correlación (y la dispersión) de las regresiones utilizadas para calcular las betas son muy pequeños».

El citado artículo ofrece numerosos ejemplos que respaldan estas siete afirmaciones.

## 2. Horizonte temporal pertinente

En nuestro análisis anterior utilizamos el año 2004 como referencia para el cálculo del valor actual neto, dado que fue en ese año cuando se comprometió la totalidad de la inversión de 199,4 millones EUR. Sin embargo, podríamos duplicar fácilmente nuestro análisis para el año 2000. El coste medio ponderado del capital (WACC, en sus siglas en inglés) resultante sería mayor que en 2004 <sup>(1)</sup>, debido tanto a que la prima de riesgo de mercado era más elevada (y que, de acuerdo con la información recabada por Fernández, debería situarse en torno al 7 %; véase la sección 1.1) y a un tipo sin riesgo también mayor [que en España se situaba en el 5,53 % en 2000 <sup>(2)</sup>]. Por tanto, la tasa interna de rentabilidad (8,84 %) seguiría siendo muy inferior al coste del capital (para ser exactos:  $WACC = 5,53 \% + 1,59 * 7 \% = 16,66 \%$ ).

Podemos ir más lejos y calcular el valor actual neto del proyecto en 2000. Teniendo presentes todas las advertencias que ya expusimos en nuestro anterior análisis (es decir, el uso de los flujos de efectivo a su valor nominal y los parámetros utilizados para el cálculo del valor final, salvo, por supuesto, el coste medio ponderado del capital), obtenemos el valor actual neto negativo que se indica a continuación:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Valor actual neto
Flujo de efectivo	- 46 479	- 69 719	9 005	12 616	6 930	7 710	68 698	
Descuento	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	
Flujo de efectivo descontado	- 46 479	- 59 762,56	6 616,67	7 946,13	3 741,50	3 568,16	27 252,87	- 57 116,22

<sup>(1)</sup> Según nuestros cálculos, el coste medio ponderado del capital en 2004 era de 14,91, utilizando un tipo sin riesgo del 4,1 % y una prima de riesgo del mercado de 6,8.

<sup>(2)</sup> Véanse las estadísticas de la OCDE.

### 3. Ratios financieras

El informe de LECG está de acuerdo con nuestro punto de vista de que el modelo de valoración de activos financieros es el instrumento adecuado para evaluar el coste del capital ex ante. Es más, no proporciona argumento alguno que refute el uso del rendimiento sobre el capital invertido (ROCE) como variable sustitutiva del coste medio ponderado del capital (WACC). Por consiguiente, no es necesario repetir aquí el razonamiento ya expuesto en nuestro informe anterior. No obstante, puede resultar útil recordar los motivos por los que el rendimiento sobre el capital invertido constituye la ratio más adecuada. Dado que la rentabilidad económica de una empresa se mide con carácter ex post a través de la diferencia entre la rentabilidad sobre el capital empleado y el coste del capital, puede intuirse que si se quiere establecer una referencia de comparación basada en datos pasados de los competidores para determinar la rentabilidad mínima exigida por los inversores, la variable sustitutiva más adecuada sería el rendimiento medio sobre el capital invertido registrado en el sector.

### 4. Extensión de la inversión a hoteles y espacio de oficinas

Las afirmaciones realizadas en este punto se basan en nuevas pruebas, a saber, seis informes de valoración de terrenos. A modo de observación preliminar, queremos señalar que estas pruebas han sido presentadas ex post, por lo que no formaban parte de la información que los inversores potenciales tenían a su disposición en aquel momento <sup>(1)</sup>. En segundo lugar, deseamos poner de relieve asimismo que el informe de Arthur Andersen solo menciona la posibilidad de construir un complejo hotelero (en la fase III) y un espacio de oficinas determinado (en la fase IV). El informe contiene una estimación de los costes asociados a la construcción de los hoteles y de las oficinas, pero ninguna de los ingresos asociados a ellos; por tanto, no incluye la información necesaria para evaluar la rentabilidad de la edificación de los terrenos. Tampoco se proporciona ningún plan de negocio para el desarrollo de las fases III y IV. En el plan de negocio de Consultia IT solamente figura una referencia indirecta a los hoteles cuando se menciona una zona de servicios complementarios; sin embargo, el plan no hace referencia alguna a las oficinas. Además, la sección dedicada a las previsiones económicas y financieras no tiene en cuenta estas actividades. En otras palabras, en ningún momento se habría presentado a los inversores privados un plan de negocio relativo a la edificación de los terrenos. Esto implica que la evaluación ex ante del proyecto solo habría podido basarse en el plan de negocio relativo a los estudios cinematográficos. Además, todas las pruebas pertinentes indican que el plan de negocio original no contemplaba la edificación de los terrenos. Es más, el informe presentado por LECG en abril de 2008 afirmaba expresamente en su sección 5 (*El valor de explotación de un complejo hotelero y de una zona comercial en Ciudad de la Luz*) que los detalles de la inversión en el complejo de servicios (hoteles y zona comercial) no habían sido analizados en ninguno de los dos planes de negocio porque i) los servicios anteriormente mencionados se construirían en cualquier caso después del estudio, y ii) la rentabilidad del estudio era suficientemente elevada, por lo que no era necesario finalizar en aquel momento los flujos de efectivo adicionales que pudiera generar el proyecto Ciudad de la Luz.

La única información pertinente para evaluar los terrenos viene dada por las ofertas recibidas por Ciudad de la Luz en 2005 para la construcción y explotación de los hoteles y de una zona comercial, según se expone en la misma sección 5 anteriormente mencionada. Esto representa una evaluación realizada por el mercado en un período contemporáneo a la decisión de inversión, período que además se caracteriza por el boom inmobiliario. Como se expondrá en la sección siguiente, las valoraciones de Euroval no ofrecen orientaciones adecuadas con respecto al valor de los terrenos.

A efectos de cálculo del valor actual neto incluyendo esta edificación adicional de los terrenos, cabe la posibilidad de utilizar el precio de mercado (el hecho de que dicho precio sea relativamente bajo, como reconocen las autoridades españolas, es una prueba más de que los inversores privados no consideraban esta edificación excesivamente atractiva).

La tabla siguiente muestra los cálculos del valor actual neto, que incluyen la edificación sobre la base de las ofertas realmente presentadas en 2005 (560 000 EUR al año, ajustados con la inflación, como señala LECG). Como puede apreciarse, el valor actual neto continúa siendo negativo.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Flujo de efectivo	- 884	- 1 792	- 2 601	- 118 177	- 55 813	- 25 088	4 462
IPC hoteles				1,000	1,021	1,042	1,064
Hoteles				560	572	584	596
Total	- 884	- 1 792	- 2 601	- 117 617	- 55 241	- 24 504	5 058
Descuento	$(1 + \text{WACC})^2$	$1 + \text{WACC}$	1	$1/(1 + \text{WACC})$	$1/(1 + \text{WACC})^2$	$1/(1 + \text{WACC})^3$	$1/(1 + \text{WACC})^4$

<sup>(1)</sup> El informe de LECG de 25 de abril de 2008 sigue esta misma línea, pues afirma desde el inicio (al comienzo de la sección 2.1) que la pregunta pertinente para la aplicación del MEIP es la siguiente: «¿Con la información disponible en el momento de realizar la inversión, ofrecía el proyecto una rentabilidad tal que también un inversor privado hubiera decidido acometer dicha inversión? [...] La decisión de inversión se debe analizar desde una perspectiva 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
Flujo de efectivo descontado	- 1 167,26	- 2 059,19	- 2 601,00	- 102 355,76	- 41 835,77	- 16 149,82	2 901,01

2009	2010	2011	2012	2013	2014	Valor actual neto
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	
$1/(1 + WACC)^5$	$1/(1 + WACC)^6$	$1/(1 + WACC)^7$	$1/(1 + WACC)^8$	$1/(1 + WACC)^9$	$1/(1 + WACC)^{10}$	
0,4991	0,4344	0,3780	0,3290	0,2863	0,2491	
<b>3 061,91</b>	<b>3 119,74</b>	<b>2 826,09</b>	<b>2 863,46</b>	<b>2 567,38</b>	<b>22 383,73</b>	<b>- 126 445,48</b>

Euroval elaboró una serie de informes de valoración de terrenos. Dichos informes fueron encargados por la Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana, la sociedad que invirtió en el proyecto Ciudad de la Luz (CDL). Los informes pretenden ofrecer una evaluación objetiva del terreno que se destinaría a la construcción de los hoteles y oficinas del complejo CDL. La valoración se refiere a los años 2000, 2002 y 2009. Para cada uno de esos años se evaluaron dos parcelas: una destinada a la construcción del complejo hotelero y otra a los edificios de oficinas. En total, por tanto, se elaboraron seis informes de valoración.

Dado que los informes utilizan a grandes rasgos las mismas metodologías, algunos de nuestros comentarios son de carácter genérico. Cuando se hace referencia a afirmaciones concretas, se cita el informe concreto en el que figuran dichas afirmaciones.

Este memorando describe las limitaciones de los informes anteriormente mencionados y concluye que las valoraciones presentadas en ellos carecen de fiabilidad. Además, el memorando señala que el informe de valoración es incompatible con algunas de las afirmaciones incluidas en los documentos anteriormente presentados por las autoridades españolas. Por último, indica el tipo de pruebas que se podrían haber utilizado para estimar el valor de los terrenos.

#### 4.1. Los informes

Como puede observarse, Euroval no ha firmado ni sellado ninguno de los informes, es decir, que no existe prueba alguna de que la entidad asume responsabilidad sobre las valoraciones.

Las autoridades españolas afirman que los informes de valoración de los terrenos elaborados en 2000 y 2002 no cumplen los requisitos establecidos en la Orden Ministerial ECO 805/2003 relativa a la valoración de edificios, «por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma» (por ejemplo, página 3 del informe de valoración del espacio de oficinas correspondiente al año 2000). No se explican los motivos por los que no debe aplicarse la citada Orden Ministerial. También se menciona dicha Orden Ministerial junto con la Ley 6/1998 sobre régimen del suelo y valoraciones (página 13 del informe anteriormente citado). Se argumenta que, puesto que se trata de una valoración retrospectiva para el año 2000 efectuada en 2002, «el equipo técnico actuante tiene libertad para aplicar los ajustes e hipótesis de cálculo que considere más adecuados a la finalidad perseguida». Sin embargo, no se especifica cuáles son tales ajustes e hipótesis. Tampoco queda claro por qué no puede aplicarse la legislación vigente, sobre todo en lo que respecta a la valoración de los terrenos, ni se justifica por qué no se aplicaron las leyes que estaban en vigor en aquel momento.

El informe que proporciona la valoración actual (2009) del terreno destinado a la construcción de los edificios de oficinas contiene una afirmación aún más sorprendente. En efecto, manifiesta que los métodos de valoración aplicables en virtud de la legislación actualmente en vigor se pueden adaptar porque: «al ser una valoración con la finalidad de aportación no dineraria a la fecha, el equipo técnico actuante tiene libertad para aplicar los ajustes e hipótesis de cálculo que considere más adecuados a la finalidad perseguida». En otras palabras, dado que la valoración no va a conducir a una transacción monetaria, los métodos de valoración que deben aplicarse en virtud

de la legislación se pueden modificar. Para ser más precisos, dado que no hay ninguna transacción real/monetaria involucrada, el equipo técnico admite que considera que puede introducir los ajustes que considere más adecuados a la «finalidad perseguida».

No resulta extraño, por tanto, que Euroval no asuma oficialmente responsabilidad alguna sobre sus seis informes.

#### 4.1.a) Informes referentes a la construcción del espacio de oficinas (parcela NNT)

Los informes deberían haber explicado asimismo más claramente qué implica la calificación de los terrenos como de «uso terciario».

La limitación más flagrante de estos informes es el modo en que establecen los precios de referencia de comparación para el espacio de oficinas en el complejo Ciudad de la Luz. En la página 18 del informe correspondiente al año 2000 se enumeran nueve transacciones, incluido el precio pagado por metro cuadrado. Dichas operaciones se produjeron entre diciembre de 1999 y septiembre de 2000 y el precio medio por metro cuadrado ascendió a 1 111,7 EUR. Este es el valor que se tomó como referencia de comparación para el espacio de oficinas del complejo Ciudad de la Luz.

El complejo Ciudad de la Luz se encuentra a las afueras de la ciudad de Alicante, próximo a un polígono industrial. Sin embargo, las nueve transacciones anteriormente mencionadas se refieren a oficinas (con una superficie media de 115,26 metros cuadrados) situadas en las calles comerciales más prestigiosas de Alicante. Utilizar esas transacciones para establecer una referencia de comparación para los 66 576,54 m<sup>2</sup> que estaba previsto construir en Ciudad de la Luz sencillamente no tiene sentido.

El informe utiliza el Índice de Precios al Consumo (IPC) español para deflactar los valores corrientes. En particular, se utiliza el IPC para deflactar una valoración corriente de los terrenos hasta el año 2000 (página 24). Téngase en cuenta que, como indica su nombre, el IPC no incluye la inflación del precio de los activos; el índice se calcula sobre la base de una cesta de bienes de consumo. Por las razones que se exponen más adelante, el hecho de utilizar este índice para deflactar los valores de los terrenos y/o de los bienes inmuebles está muy lejos de resultar inocuo.

Es bien conocido que España experimentó un fuerte *boom* inmobiliario que duró más de una década (en gran medida, los problemas macroeconómicos que atraviesa en la actualidad están relacionados con esa burbuja). Como consecuencia de ello, los precios de los terrenos aumentaron a una velocidad muy superior a la del IPC general.

De acuerdo con las estadísticas recopiladas por el Ministerio de Vivienda del Gobierno de España (<http://www.mviv.es/es/>), el precio de la vivienda en la provincia de Alicante aumentó un 122,2 % en el período comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el tercer trimestre de 2009 (se ha seleccionado dicho período por coincidir con el utilizado en el informe elaborado por Euroval en 2000: de enero de 2000 a agosto de 2009). Basta con un vistazo somero a la serie temporal para observar que el ritmo de crecimiento del precio de la vivienda alcanzó su máximo al inicio del período considerado.

Esta misma fuente estadística proporciona además datos sobre el precio de los terrenos; por desgracia, la serie comienza en 2004. En el primer trimestre de ese año, el precio medio del metro cuadrado de suelo urbano en la provincia de Alicante se situó en 234,3 EUR/m<sup>2</sup>. En ese mismo período, el precio medio del metro cuadrado de suelo urbano en municipios de más de 50 000 habitantes en la provincia de Alicante ascendía a 464,9 EUR/m<sup>2</sup>.

Dado que el precio de los terrenos que se puede utilizar para la edificación de suelo urbano está altamente correlacionado con el precio de la vivienda, es posible obtener una aproximación al deflactor del precio de la vivienda en el período comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el cuarto trimestre de 2003 a través de la inflación que experimentó el precio de la vivienda en ese período. Según el Ministerio de Vivienda, entre el primer trimestre de 2000 y el tercer trimestre de 2003 el precio de la vivienda aumentó un 80,1 % en Alicante.

Por tanto, con independencia de si se toma el precio medio de los terrenos para el conjunto de la provincia (234 EUR/m<sup>2</sup> en el primer trimestre de 2004) o el precio medio en los municipios de mayor tamaño (464,9 EUR/m<sup>2</sup> en ese mismo período), la aplicación de un deflactor de ese orden de magnitud (en torno a un +/- 80 %) da como resultado un precio de los terrenos en el primer trimestre de 2000 muy inferior al indicado en el informe de Euroval.

Asimismo, merece la pena mencionar que, con respecto a la evolución de los precios, los informes se contradicen. Como se ha mencionado anteriormente, en la página 18 del informe correspondiente al año 2000 se enumeran nueve transacciones, incluido el precio pagado por metro cuadrado. Dichas operaciones se produjeron entre diciembre de 1999 y septiembre de 2000 y el precio medio por metro cuadrado ascendió a 1 111,7 EUR. Este es el valor que se tomó como referencia de comparación para el espacio de oficinas del complejo Ciudad de la Luz.

El informe de 2009 utiliza la misma metodología. En la página 18 se enumeran siete transacciones que tuvieron lugar entre abril de 2007 y diciembre de 2008. El valor medio de dichas operaciones es de 2 736,22 EUR por metro cuadrado. Así, el informe de 2009 ofrece pruebas contundentes de que la inflación del precio de los inmuebles superaba con creces el 33,5 % utilizado en el informe de 2000. Si se comparan ambos informes se obtiene una inflación del 146,1 %, lo que concuerda perfectamente con los informes del Ministerio de Vivienda: entre el primer trimestre de 2000 y el segundo trimestre de 2008 (período en el que se produjo la mayor parte de las transacciones mencionadas en el informe de 2009), el precio de la vivienda en la provincia de Alicante aumentó un 152,1 %.

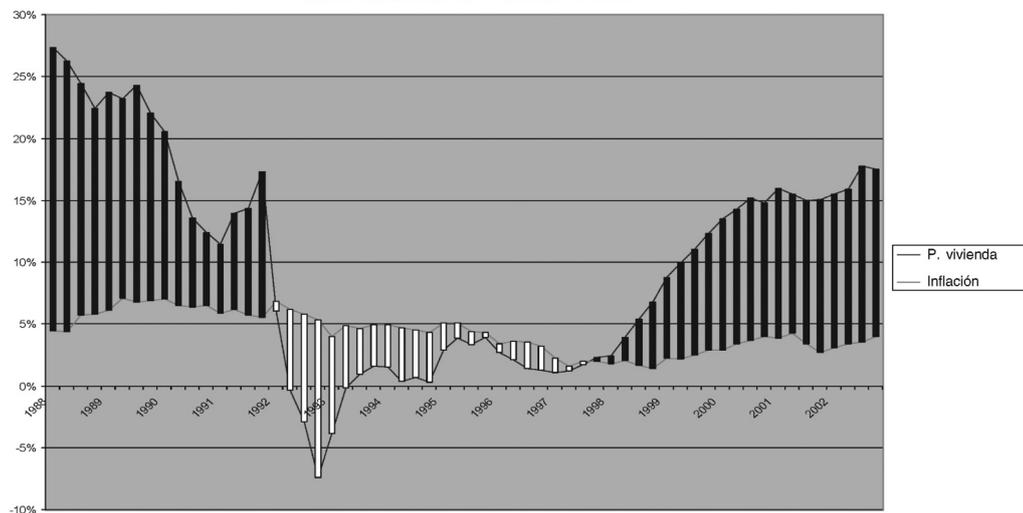
El hecho de que los datos que figuran en el informe de 2009 se hayan deflactado un 15 % para determinar los precios corrientes no altera el panorama general en vista de las magnitudes involucradas.

A modo de anotación al margen, queremos reiterar también que el hecho de utilizar los precios de las oficinas de pequeño tamaño ubicadas en el centro de Alicante para establecer la referencia de comparación para el complejo Ciudad de la Luz no tiene ningún sentido.

Hay otros dos elementos que es preciso tener en cuenta. En primer lugar, durante los períodos de auge del mercado inmobiliario, el precio de los terrenos suele crecer más rápidamente que el precio final de la vivienda. En cualquier caso, el índice de precios de la vivienda subestima la inflación del precio de los terrenos. En segundo lugar, es probable que el precio medio de los terrenos en los municipios de mayor tamaño no sea representativo de los precios de los terrenos en una ubicación como la de CDL. Además, la mayor parte de los datos utilizados para elaborar ese precio medio proceden de terrenos situados en cascos urbanos o en sus proximidades inmediatas (por ejemplo, en las urbanizaciones suburbanas); CDL está emplazada fuera de la ciudad, en una zona con escasa (o nula) presencia de viviendas residenciales.

Por último, la inflación del precio de la vivienda puede consultarse en el material que se utiliza para formar a los estudiantes de segundo año de grado en la Universidad Carlos III de Madrid, disponible en: <http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/>, materiales, tema I, diapositiva 67, que reproducimos a continuación. Esta prueba gráfica supone una nueva confirmación de que el precio de la vivienda ha aumentado a un ritmo muy superior al del IPC.

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



Fuente original: *La vivienda en España: desgravaciones, burbujas y otras historias*, José García Montalvo.

En todos los informes, los argumentos expuestos para respaldar la afirmación de que los costes de urbanización son nulos resultan poco sólidos, dado que es necesario asumir algunos costes adicionales.

Finalmente, en el caso del complejo de oficinas (NNT), una diferencia de un 35 % (2002) o superior a un 50 % (2000) entre los valores obtenidos mediante los dos métodos de valoración (el método residual dinámico y el incremento del IPC) es indicativa del carácter fuertemente especulativo del ejercicio.

4.1.b) Informes referentes a la valoración del terreno destinado a la construcción de un complejo hotelero (parcela NNH)

Los informes de 2000 y 2002 referentes al segundo terreno (NNH) presentan las mismas limitaciones (uso de un deflactor inadecuado, falta de justificación de la inaplicación de los métodos de valoración establecidos en la legislación española, etc.). Como se ha mencionado anteriormente, ninguno de estos informes está firmado ni sellado.

Merece la pena, no obstante, realizar algunos comentarios adicionales. Los informes de 2000 y 2002 establecen unos precios de referencia para las habitaciones de hotel con la ayuda de precios medios. Sin embargo, no se proporciona la fuente de la que se obtuvo la información ni queda claro si se refiere a la provincia de Alicante (informe de 2002) o a la Comunidad Valenciana en su conjunto (informe de 2000).

Los precios medios resultantes son de 44,95 EUR/noche en el informe de 2000 y de 47,65 EUR/noche en el de 2002. Aunque no se ha proporcionado la fuente que respalda estos valores, parecen concordar con los anteriores.

Sin embargo, el informe de 2009 ofrece una lista de seis hoteles que gozan de buena ubicación (todos ellos de cuatro o cinco estrellas) con el fin de establecer un precio que sirva de referencia para la comparación. Dicho precio queda fijado en 104 EUR/noche. No se explica por qué la metodología utilizada para establecer los precios de referencia para la comparación es diferente de la utilizada en el caso de los informes de 2000 y 2002.

Y lo que es más importante, no es fácil entender los motivos por los que el análisis se centra exclusivamente en hoteles de cuatro y cinco estrellas. ¿Hay algún indicio de que exista demanda de utilización de hoteles de esta categoría a las afueras de Alicante ubicados en las proximidades de una autopista y de un polígono industrial?

En esa misma línea, resulta revelador el hecho de que se haya omitido el único hotel cercano al complejo CDL. Se trata de un hotel de la cadena IBIS, con precios a partir de 49 EUR por noche en el verano de 2010 (<http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml>, consultado el 24 de febrero de 2010). Una prueba más: unos apartamentos de lujo situados junto a un campo de golf (y relativamente cercanos a CDL) cobran 80 EUR por noche en agosto de 2010 (temporada alta, véase [http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha\\_hotel/plantio\\_golf/descripcion.jsp](http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp), consultado el 24 de febrero de 2010).

El informe de 2009 referente a la parcela NNH también contiene algunas afirmaciones sorprendentes. Resulta cuando menos curioso y positivo descubrir de primeras que el método utilizado para llevar a cabo la valoración es conforme con la ley (en la página 13 dice lo siguiente: «Como referencia metodológica se establecen, por un lado, los criterios marcados en la Orden Ministerial ECO 805/2003 sobre valoración de bienes inmuebles, así como la ley 6/1998 de 13 de abril sobre valoración del suelo, siendo una valoración con la finalidad de conocimiento de valor a la fecha actual»), para después observar en la página 25 que, después de todo, el informe de tasación *no* cumple los requisitos establecidos en la Orden Ministerial: «En cumplimiento del artículo 61.1 apartado b) de la Orden ECO 805/2003 de Marzo sobre Normas de Valoración de Bienes Inmuebles, se hace constar que el presente Informe de Tasación no se ajusta formalmente a dicha Normativa, por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma».

Asimismo, es interesante señalar que existe una enorme diferencia entre las estimaciones del precio por metro cuadrado para las dos parcelas (NNH y NNT). Aunque no negamos que los usos previstos (oficinas frente a hoteles) pueden explicar parte de la diferencia, esta sigue resultando asombrosa. En el caso de la parcela destinada a la construcción de hoteles, los valores oscilan entre 144,12 EUR/m<sup>2</sup> en 2000 y 188,35 EUR/m<sup>2</sup> en 2009. Para el espacio de oficinas, sin embargo, las magnitudes respectivas varían desde 491,64 EUR/m<sup>2</sup> en 2000 hasta 800 EUR/m<sup>2</sup> en 2009. ¿Cómo puede explicarse la gran diferencia existente en la evolución del precio (inflación) de estas dos parcelas contiguas? ¿Cómo es posible justificar este diferencial, superior al 300 %?

¿Debemos concluir que esta diferencia se debe al hecho de que la metodología utilizada para valorar la parcela destinada a la construcción de hoteles se aproxima más a las normas que establece la ley? ¿O debe atribuirse a la mayor transparencia del precio de una noche de hotel?

También se afirma que los costes variables representan un 50 % de los ingresos (por ejemplo, en las páginas 18-19 del informe de 2009). ¿De dónde sale la estimación de unos márgenes tan amplios?

Los costes de edificación se calculan sobre la base de un módulo de precios de referencia. Para los informes correspondientes a los años 2000 y 2002 se utilizan los datos correctos, pero en el caso del informe de 2009 se recurre al dato de 2006. ¿Por qué?

4.2. *Primas de riesgo*

También se observa que los informes reconocen que la inversión en instalaciones hoteleras presenta un mayor nivel de riesgo que la inversión en espacio de oficinas (véanse, por ejemplo, las páginas 12 y 26 del informe de 2000). Las autoridades españolas tenían prevista en todo momento la construcción de un complejo hotelero.

En la misma línea, el informe señala que el tipo de descuento o actualización viene dado por la fórmula siguiente (página 16 del informe de 2000):

$$i = \text{Tasa libre de riesgo} + \text{prima de riesgo}$$

En esa misma página, un cuadro muestra las primas mínimas de riesgo que deben aplicarse. Las primas pertinentes superan la rentabilidad ex ante esperada sobre la inversión en Ciudad de la Luz.

Por último, la prima de riesgo utilizada en los cálculos que aparecen en la página 21 del informe de 2000 (un 10 %) es menor que la que figura en el cuadro correspondiente de la página 16 (un 11 %).

#### 4.3. *Valoraciones creíbles*

Para obtener una valoración creíble de los terrenos, se deberían haber proporcionado tasaciones en torno al año 2000 de varias parcelas de características similares en cuanto a tamaño y ubicación (próximas al polígono industrial de Aguas Amargas), así como de uso terciario o uso hotelero.

---