II

(Ikke-lovgivningsmæssige retsakter)

AFGØRELSER

KOMMISSIONENS AFGØRELSE

af 8. maj 2012

om statsstøtte SA.22668 (C 8/08 (tidligere NN 4/08)) ydet af Spanien til fordel for Ciudad de la Luz SA

(meddelt under nummer C(2012) 3025)

(Kun den spanske udgave er autentisk)

(EØS-relevant tekst)

(2013/126/EU)

EUROPA-KOMMISSIONEN HAR –

under henvisning til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, særlig artikel 108, stk. 2, første afsnit,

under henvisning til aftalen om Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde, særlig artikel 62, stk. 1, litra a),

efter at have opfordret interesserede parter til at fremsætte eventuelle bemærkninger i overensstemmelse med disse artikler [1] og under hensyntagen til deres bemærkninger, og

ud fra følgende betragtninger:

I. SAGSFORLØB

(1) Den 22. februar 2007 indgav klageren A en klage til Kommissionen om statsstøtte [2] i forbindelse med en påstået støtte fra Comunitat Valenciana til filmbyen Ciudad de la Luz. Den 15. marts 2007 bekræftede klageren A, at dennes klage måtte fremsendes til de spanske myndigheder.

(2) Den 10. april 2007 fremsendte Kommissionen klagen i sin helhed til de spanske myndigheder og anmodede om oplysninger om den påståede støtte. Kommissionen har ikke modtaget nogen form for anmeldelse af statsstøtte til filmindustrien i Valencia med henblik på godkendelse i henhold til bestemmelserne om statsstøtte.

(3) Den 18. april 2007 anmodede de spanske myndigheder om en udskydelse af fristen (som blev indrømmet den 24. april), men den 15. juni 2007 besvarede de spanske myndigheder Kommissionens anmodning om oplysninger.

(4) Den 30. april 2007 fremsendte klageren A links til artikler, der var blevet trykt i *Variety*, hvori der angiveligt blev redegjort for de tilskud, som blev givet til filmproduktionen i Comunitat Valenciana, og det fremgik, at Ciudad de la Luz tiltrak filmproduktioner med store budgetter [3].

(5) Den 13. juli 2007 anmodede Kommissionen de spanske myndigheder om yderligere oplysninger. Den 18. juli 2007 anmodede de spanske myndigheder om en udskydelse af fristen, som blev indrømmet den 19. juli, og den 8. oktober 2007 besvarede de spanske myndigheder Kommissionens anmodning om oplysninger.

(6) Den 15. juli 2007 modtog Kommissionen en klage fra klageren B [4]. Med klagerens samtykke fremsendte Kommissionen den 2. august 2007 dennes klage til de spanske myndigheder.

(7) Ved brev af 13. februar 2008 meddelte Kommissionen Spanien, at den havde besluttet at indlede proceduren efter artikel 108, stk. 2, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF), vedrørende ovennævnte støtte. De spanske myndigheder besvarede brevet den 28. april 2008.

(8) Kommissionens beslutning om indledning af proceduren blev offentliggjort i *Den Europæiske Unions Tidende* [5]. Kommissionen opfordrede interesserede parter til at fremsætte eventuelle bemærkninger vedrørende den omhandlede støtteforanstaltning.

[1] EUT C 134 af 31.5.2008, s. 21.

[2] Klageren A er et stort europæisk filmstudie, der har anmodet om anonymitet.

[3] *New Valencia studio offers film rebates* (Nyt studie i Valencia giver rabat på filmproduktion) (http://www.variety.com/article/VR1117958591.html?categoryid=19&cs=1; *Polanski's Pompeii takes shape* (Polanskis Pompeji tager form) http://www.variety.com/article/VR1117963040?refcatid=19&printerfriendly=true.

[4] Klageren B er en af de store operatører i den europæiske filmindustri og har også anmodet om at forblive anonym.

[5] Jf. fodnote 1.

(9) Kommissionen modtog bemærkninger fra interesserede parter, og disse bemærkninger blev videresendt til Spanien den 3. oktober 2008. De spanske myndigheders kommentarer hertil blev modtaget den 21. november og 29. november 2008.

(10) Som følge af et møde mellem Kommissionen og de spanske myndigheder den 11. februar 2009 fremsendte Spanien yderligere oplysninger den 30. marts 2009.

(11) Den 26. august 2009 anmodede Kommissionen endnu engang Spanien om oplysninger, og de spanske myndigheder besvarede denne anmodning den 20. oktober 2009, idet de tilbød at fremsende yderligere oplysninger den 1. februar 2010.

(12) Den 24. maj 2011 fremsendte Kommissionen en ny anmodning om oplysninger, hvori den oplyste Spanien om, at der var blevet udpeget en uafhængig økonomisk konsulent, Ecorys. Spanien besvarede brevet den 7. juni 2011. Kommissionen svarede Spanien den 22. juli 2011.

(13) Den 1. august 2011 fremsendte Kommissionen sin sidste anmodning om oplysninger til de spanske myndigheder, herunder Ecorys-rapporten. Den 3. oktober 2011 fremsendte Spanien sine kommentarer til Ecorys-rapporten. Den 11. april 2012 fremlagde Spanien nye oplysninger om de offentlige investeringer i Ciudad de la Luz SAU.

II. **DETALJERET BESKRIVELSE**

(14) Ciudad de la Luz, der er beliggende i udkanten af Alicante (Comunitat Valenciana), er et stort kompleks med adskillige filmstudier. Den 24. oktober 2000 vedtog Generalitat Valenciana den oprindelige beslutning om at investere i projektet Ciudad de la Luz.

(15) Ciudad de la Luz SA blev stiftet den 2. november 2000. Dets formål er at gennemføre de aktiviteter, der er nødvendige for at markedsføre, organisere og lede komplekset Ciudad de la Luz, herunder opførelsen, ledelsen og anvendelsen af AV- og filmproduktionsfaciliteterne samt af andre beslægtede fritids- og indlogeringsaktiviteter.

(16) 75 % af Ciudad de la Luz SA's indskudskapital på 600 000 EUR blev indskudt af Parque Temático de Alicante SAU, som efterfølgende ændrede navn til Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (SPTCV). SPTCV er en offentlig virksomhed, der gennemfører investeringsaktiviteter for Generalitat Valenciana. Producciones Aguamarga SL, der er en privat virksomhed, som var ansvarlig for udførelsen af de resterende bygningsarbejder, markedsføringen af Ciudad de la Luz og ledelsen af studierne, tegnede sig for de øvrige 25 %.

(17) I november 2001 blev selskabskapitalen udvidet til 9 mio. EUR. SPTCV købte alle de nyemitterede aktier, hvorved selskabets andel blev forøget til 98,4 %. SPTCV forøgede igen sin andel i februar 2003 og maj 2004 gennem lignende køb af nyemitterede aktier. I juli 2004 solgte Producciones Aguamarga sin andel på 0,2 % i Ciudad de la Luz SA ([6]) til SPTCV (til en pris af 139 059 EUR). Siden da har selskabskapitalen i Ciudad de la Luz SAU været 100 % ejet af Generalitat Valenciana gennem SPTCV. Fra dette tidspunkt har Ciudad de la Luz SAU været en offentlig virksomhed, der er 100 % ejet af SPTCV og er underlagt de offentligretlige bestemmelser for så vidt angår indgåelse af kontrakter og finansiel overvågning. Ikke desto mindre fortsatte Producciones Aguamarga med at udføre ledelsesopgaverne i Ciudad de la Luz.

(18) Filmbyen slog dørene op for filmproduktionen i august 2005. Anlægsarbejderne, der var projekteret med henblik på at skulle kunne rumme de største filmproduktioner, blev påbegyndt i 2002 og er blevet udført i tre faser:

— Fase 1 (tilendebragt): Seks studiescener med aircondition og et samlet areal på 11 000 m^2, produktionstilbygninger, værksteder og lagre på i alt 15 050 m^2 og to områder til udendørsoptagelser (*back lots*) på i alt 14 hektarer.

— Fase 2 (tilendebragt efter indledningen af den formelle undersøgelsesprocedure): restaurationsfaciliteter, en administrationsbygning, et efterbehandlingslaboratorium og et tredje område til udendørsoptagelser på fem hektarer med en vandtank til filmoptagelser.

— Fase 2B (ikke påbegyndt): en stor og dyb kunstig sø med en naturlig horisont.

— Fase 3 (ikke påbegyndt): en studiescene på 5 000 m^2 (som angiveligt bliver verdens største), endnu et optagelsesområde og fire tv-studier.

(19) Komplekset omfatter ligeledes et universitetscenter, der udelukkende beskæftiger sig med audiovisuelle produktioner (biograf, tv, radio og internet). Dette center udbyder masteruddannelser, som omfatter alle aspekter af produktionen (den kunstneriske del, markedsføringsteknik, kommunikation). I de oprindelige planer fra 2000 indgår der også andre komplementære investeringer i

([6]) Med kapitaltilførslen den 7. oktober 2004 blev Ciudad de la Luz SA omdannet til Ciudad de la Luz SAU, altså til et enkeltmandsaktieselskab med SPTCV som eneaktionær.

tilhørende indkøbscentre, hoteller og et sportsanlæg, som ville kunne tilføre komplekset likviditet, men som endnu ikke er blevet ført ud i livet. Selv om Generalitat Valenciana tilvejebragte de nødvendige arealer i 2004, og gennemførelsen af de ovennævnte aktiviteter i form af koncessioner blev udbudt i licitation i 2005, var de indkomne tilbud ikke tilstrækkeligt attraktive, hvilket er årsagen til, at de supplerende investeringer ikke er blevet foretaget.

(20) Visse aspekter af de avancerede faciliteter i Ciudad de la Luz har bragt filmkomplekset i en fordelagtig position i forhold til de meget få store filmstudier, der konkurrerer med Ciudad de la Luz, for så vidt angår kapacitet til filmproduktioner med store budgetter. F.eks. ville de oprindelige planer om en studiescene på 5 000 m^2 i Ciudad de la Luz have gjort denne scene til den største i verden ([7]). Kommissionen bemærker, at de store studiescener udelukkende er interessante i forbindelse med store filmproduktioner.

(21) Indtil for kort tid siden blev filmstudiet administreret at Aguamarga Gestión de Estudios SL, der fungerede som agent mod et honorar i henhold til en flerårig administrationskontrakt, der blev indgået med aktionæren.

Offentlige investeringer gennemført af SPTCV og forretningsplaner for Ciudad de la Luz

(22) Inden anlægsarbejderne blev påbegyndt i 1999-2000, analyserede nogle uafhængige konsulenter gennemførligheden og omfanget af samt strategierne for udviklingen af Ciudad de la Luz på grundlag af fire undersøgelser, der blev bestilt af de spanske myndigheder, med henblik på den formelle undersøgelsesprocedure.

(23) I disse undersøgelser blev der foretaget en analyse af vækstprognoserne for antallet af filmproduktioner ([8]), en sammenligning af alternative placeringer i Comunitat Valenciana for opførelsen af filmstudierne ([9]) samt en præsentation af en foreløbig analyse af ([10]) og en forretningsplan ([11]) for en filmby. De spanske myndigheder havde ikke forelagt disse undersøgelser, før Kommissionen vedtog sin beslutning om at indlede den formelle undersøgelsesprocedure vedrørende statsstøtte i forbindelse med projektet. De oplysninger, som fremgår af beslutningen om at indlede en formel undersøgelsesprocedure af 22. februar 2008, hidrører fra en undersøgelse (udarbejdet af Consultia), som de spanske myndigheder har forsikret Kommissionen om blev gennemført i 2002. Efter beslutningen om at indlede proceduren var truffet, oplyste Spanien ikke desto mindre Kommissionen om, at denne undersøgelse var blevet udarbejdet i 2004.

(24) Konklusionerne i forretningsplanen fra 2000, som var udarbejdet af Arthur Andersen ([12]), var positive, herunder for så vidt angår den fremtidige rentabilitet på mellemlang og lang sigt. Der blev dokumenteret positiv likviditet med hensyn til filmstudieprojektet for en fem-års-periode (2002-2006) efter færdiggørelsen af anlægsarbejderne i forbindelse med studiebygningerne, en konferencesal og en skole for biograf- og tv-teknik.

(25) Anlægsudgifterne til disse faser blev anslået til 16 900 mio. ESP (101,7 mio. EUR). Arealudgifterne var ikke medregnet heri, og det fremgik af forretningsplanen, at udgifterne kunne svinge +/- 30 %. Udgifterne til de sidste faser inden projektets afslutning fremgik ikke.

(26) Med udgangspunkt i denne forretningsplan foretog eller forpligtede SPTCV sig til investeringer i Ciudad de la Luz gennem forøgelser af selskabskapitalen og køb af grunde, der i alt beløb sig til 104 259 759 EUR. Jf. detaljerede oplysninger herom i betragtning 53.

(27) I lyset af at anlægsarbejderne varede to år længere end forventet, og investeringsplanen blev ændret, således at investeringsbehovet blev væsentligt forøget, bestilte Ciudad de la Luz/SPTCV i 2004 en ny analyse og forretningsplan hos Consultia ([13]). Consultias analyse udmøntede sig også i positive konklusioner, for så vidt angår projektets rentabilitet, da forretningsplanen for perioden 2004-2014 viste en positiv rentabilitet af den investering, som SPTCV havde foretaget, indtil 2014 og længere ud i fremtiden.

(28) Aktiepakken i Ciudad de la Luz SA, der var ejet af Producciones Aguamarga SL, blev købt af SPTCV i juli 2004 til en pris på 139 059 EUR. I modsætning til SPTCV havde Producciones Aguamarga SL efter sin oprindelige investering på 150 000 EUR i november 2000 ikke foretaget yderligere investeringer i filmstudierne. Derfor var Producciones Aguamarga SL's andel i Ciudad de la Luz SA faldet til 0,2 % på det tidspunkt, hvor denne andel blev købt af SPTCV. Efter denne transaktion blev selskabet et 100 % offentlig ejet selskab og ændrede navn til Ciudad de la Luz SAU.

([7]) *Kilde*: Artiklen *Let there be light* (Og der blev lys), trykt i *Hollywood Reporter* den 31. oktober 2006: http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371.

([8]) Bilag I til Spaniens svar af 28. april 2008: Den audiovisuelle industri: Fortsat vækst (undersøgelser og analyser vedrørende den audiovisuelle industri — januar 1999).

([9]) Bilag IV til Spaniens svar af 28. april 2008: Undersøgelse af alternative placeringer af et center for højteknologisk AV-produktion i Comunitat Valenciana — administrativt sammendrag (PriceWaterhouseCoopers – 30. januar 2000).

([10]) Bilag II til Spaniens svar af 28. april 2008: En AV-by i Comunitat Valenciana — en foreløbig analyse af projektets gennemførlighed (Arthur Andersen — udateret).

([11]) Bilag III til Spaniens svar af 28. april 2008: Forretningsplan og gennemførlighedsplan for en AV-by i Comunitat Valenciana (Arthur Andersen — udateret).

([12]) Jf. fodnote 10.

([13]) Bilag VI til Spaniens svar af 28. april 2008: Strategier og forretningsplan 2004-2014 (Consultia IT – 7. maj 2004).

(29) På grundlag af den ændrede tidsplan for byggeriet og den ændrede forretningsplan, ydede SPTCV som eneaktionær to aktionærlån på henholdsvis 95 mio. EUR i 2005 og 20 mio. EUR i 2007. Det fremgår af regnskabet for Ciudad de la Luz SAU pr. 31. december 2010, som blev fremlagt af de spanske myndigheder i april 2012, at SPTCV investerede i alt 45 829 840 EUR i form af lån, der kan konverteres til aktier, i perioden 2008-2010. I regnskabet anføres det ligeledes, at man skyldte renter til SPTCV af de aktionærlån, der var ydet i 2005 og 2009, og at disse renteudgifter beløb sig til i alt 7 222 160 EUR i 2009 og 2010. Den 31. december 2010 blev de akkumulerede skyldige renter opgjort til 1 814 187 EUR for de lån, der kunne konverteres til aktier. Ved udgangen af 2010 beløb de offentlige investeringer gennem SPTCV i Ciudad de la Luz, inklusive de skyldige renter af lån, der var blevet ydet, sig således til i alt 274 125 946 EUR.

Kommerciel strategi og virksomhedsresultater for Ciudad de la Luz

(30) I forretningsplanen for 2000 var det hensigten, at Ciudad de la Luz skulle blive den næststørste filmby i Europa (efter Pinewood), og at den skulle tiltrække de spanske produktioner (biograf, tv, reklamer), og der blev fastlagt en målsætning om 16 årlige produktioner (fra EU og USA). I den reviderede forretningsplan fra 2004 blev det fastslået, at et af Ciudad de la Luz' strategiske målsætninger var at få de store biograf- og tv-produktioner som de største kunder.

(31) Det blev anført i forretningsplanen fra 2004, at Ciudad de la Luz' største internationale konkurrenter var de store studier uden for USA, herunder især dem, der tilbyder tilsvarende faciliteter, navnlig Pinewood-Shepperton (Det Forenede Kongerige), Cinecittà (Italien), Barrandov (Den Tjekkiske Republik), Babelsberg (Østrig), Cinécité Montreal & Lions Gate (Canada) og Warner Roadshow & Fox (Australien).

(32) I den oprindelige forretningsplan fra 2000 blev priserne for studiefaciliteterne (f.eks. leje af optagelsesområder, værksteder) tilpasset de prisniveauer, som EU's sammenlignelige studier (f.eks. Shepperton og Elstree i Det Forenede Kongerige og Babelsberg i Tyskland) havde fastlagt. I den reviderede forretningsplan fra 2004 fremlægges der ligeledes en strategisk prismodel med udgangspunkt i de priser, som internationalt anerkendte studier tilbyder, nemlig ca. 15-20 % billigere end de konsoliderede markedsledere (USA og Pinewood i Det Forenede Kongerige), men 50-100 % dyrere end studierne i EU (Barrandov i Den Tjekkiske Republik og Babelsberg i Tyskland).

(33) I praksis er de nationale og internationale mål i Ciudad de la Luz' virksomhedsstrategi ikke nået. Af de 33 langfilm, der blev optaget i studierne i Ciudad de la Luz i perioden 2005-2009, var 28 spanske produktioner og kun fem co-produktioner med andre EU-lande (Grækenland, Frankrig). Ud over lejlighedsvise succeser, der er opnået takket være store europæiske co-produktioner som f.eks. »Asterix og De Olympiske Lege« og senest en spansk-amerikansk co-produktion, har de film, der er blevet produceret i Ciudad de la Luz siden filmbyens åbning i august 2005, i praksis været hovedsagelig nationale produktioner.

(34) På trods af de perspektiver, der fremgår af forretningsplanen fra 2004, hvori 2010 fastsættes som værende det første år, hvor der skulle opnås et, omend beskedent, positivt årsresultat, har Ciudad de la Luz til dato været en underskudsforretning. Ciudad de la Luz havde ved udgangen af 2010 givet et samlet tab på 84 mio. EUR, hvilket skal ses i forhold til den samlede fortjeneste på 12 mio. EUR, der var budgetteret med på dette tidspunkt i forretningsplanen fra 2004. Hvis man sammenligner med de ovennævnte studier, har Ciudad de la Luz ikke formået at tiltrække det forventede antal ikke-spanske produktioner, og resultaterne er ringere end forventet, også selv om den spanske efterspørgsel bliver medregnet. Desuden er driftstabet større end budgetteret.

Begrundelse for indledning af proceduren

(35) Kommissionens undersøgelse blev indledt i 2007 som følge af den klage, der var blevet indgivet af klageren A, og den efterfølgende klage, der blev indgivet af klageren B. Begge klagere er fremtrædende aktører i biografsektoren fra forskellige medlemsstater. I klagerne blev der fremsat påstande om, at der var ydet ulovlig statsstøtte i forbindelse med den offentlige finansiering af Ciudad de la Luz og navnlig den ordning for tilskyndelse til produktion af bestemte film, som Ciudad de la Luz havde fastlagt.

(36) Som anført i det ovenstående var det eneste beslutningsgrundlag vedrørende investeringen, som de spanske myndigheder havde fremlagt, da Kommissionen indledte den formelle undersøgelsesprocedure i februar 2008, den forretningsplan, som Consultia angiveligt havde udarbejdet i 2002. Efter at have foretaget en indledende vurdering nærede Kommissionen alvorlig tvivl om, hvorvidt en privat investor på markedsøkonomiske vilkår ville have investeret på samme betingelser og i samme omfang som Generalitat Valenciana.

(37) For så vidt angår støttens eventuelle forenelighed var Kommissionen ikke i besiddelse af oplysninger, der gjorde det muligt at efterprøve, om betingelserne i retningslinjerne om støtte til regionale formål, der fandt anvendelse på Comunitat Valenciana (2000-2004), var opfyldt. Kommissionen betvivlede ligeledes, at den kulturelle undtagelse i artikel 107, stk. 3, litra d) i

TEUF, kunne gøres gældende, idet Ciudad de la Luz hverken fremmede kulturen eller bevarede kulturarven og kunne anvendes i forbindelse med enhver form for audiovisuel aktivitet, herunder reklamer, samt konkurrerede med andre aktører om at tiltrække kommercielle produktioner.

(38) Kommissionen påpegede ligeledes, at der eventuelt kunne være tale om andre former for statsstøtte i ordningen om tilskyndelse til optagelser i Ciudad de la Luz og udpegede de forskellige filmproducenter som værende støttemodtagerne. De incitamenter, der var målrettet produktionen af bestemte langfilm, omfattede støtte til specifikke aktiviteter på en given lokalitet på grundlag af ukendte kriterier, hvilket gav indtryk af, at de pågældende incitamenter ikke var i overensstemmelse med de bestemmelser, som var fastlagt i Kommissionens meddelelse om biografffilm.

III. **BEMÆRKNINGER FRA INTERESSEREDE PARTER**

(39) Kommissionen modtog bemærkninger fra i alt 10 interesserede parter. Fire heraf er beskæftiget inden for filmstudiebranchen i andre medlemsstater end Spanien, nemlig klageren A, klageren B, Barrandov Studio og Mediterranean Film Studios Limited, og fem var beskæftiget inden for den spanske filmbranche, nemlig 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), og en af parterne var et nationalt organ for finansiering og filmpolitik (UK Film Council).

Bemærkninger fremsat af aktive filmstudier

(40) I sin fortrolige skrivelse af 25. juni 2008 gør klageren B opmærksom på sine bekymringer med hensyn til den støtte, som gjorde det muligt at etablere Ciudad de la Luz, og som i dag gør det muligt at drive filmbyen. Det påstås, at de foranstaltninger, som Kommissionen har iværksat med indledningen af proceduren, er af afgørende betydning for klageren B og branchen som helhed.

(41) I sin fortrolige skrivelse af 30. juni 2008 sammenfatter klageren A sine bemærkninger med hensyn til den tilbudsgående undersøgelse i fire spørgsmål: i) udgifterne til finansiering af studierne, ii) fokus med hensyn til finansieringen af en »nystiftet selskab«, iii) værdien ved endelig overdragelse og iv) de øvrige incitamenter, der gives af Ciudad de la Luz. Efter klagerens mening »ville en privat investor have anset en også etableret og rentabel forretning, der omfattede nogle studier, for som minimum at være en middelrisikabel investering. (…) Dette skyldes, at selv om et studie råder over en reservebeholdning i form af aktiver, (…) er det sandsynligt, at studiets driftsmæssige risiko er høj, hvilket besværliggør en budgettering af fortjenesten. Andre faktorer, som f.eks. filmbranchens konjunkturafhængighed, gør det endnu vanskeligere at lave sikre prognoser.«

(42) Ifølge klageren A ville vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (på engelsk anvendes forkortelsen »WACC«) på ca. 15 % være passende for et konsolideret filmstudieselskab, selv om »(klageren A's) private investorer havde forventet en højere forrentning«. En privat investor ville anse et nystiftet filmstudieselskab for at være en »middel- eller højrisikabel investering og ville derfor forvente en væsentlig bedre forrentning (selv om investoren ville acceptere en vis ventetid, før selskabet blev rentabelt). I betragtning af at nystartede virksomheder som regel har begrænset (om nogen) mulighed for at optage lån hos de almindelige kilder for udlån, er WACC for denne type virksomheder generelt højere, både hvad angår en højere forrentning af kapitalkravet og manglen på gæld til lave kapitalomkostninger«.

(43) For så vidt angår den endelige overdragelsesværdi for Ciudad de la Luz, som fremgår af beslutningen om indledning af proceduren, anser klageren A denne værdi for at være urealistisk. Endvidere påstår klageren A, at en privat investor generelt ikke ville anse det for at være normalt at acceptere et multiplum af indtægter før renter og skatter på over 12-15 som en erstatning, der er tilstrækkelig med henblik på en vurdering.

(44) Med hensyn til de incitamenter, der er givet for at tiltrække produktioner, påstod klageren A endelig, at producenterne tilsyneladende har modtaget faktiske tilskud til de udgifter, der var forbundet med at tiltrække kvalificeret teknisk personale og assistance, som der angiveligt var mangel på i Comunitat Valenciana. Klageren A mener, at disse incitamenter har en alvorlig negativ indvirkning på konkurrencen, da det uden disse incitamenter ville have været vanskeligere for studierne at tiltrække filmproduktioner.

(45) I sin oprindelige skrivelse af 25. juni 2008 understregede Barrandov Studio, at den påståede støtte var konkurrenceforvridende på det pågældende marked og til skade for de øvrige konkurrenter. I lyset af sagens komplekse karakter anmodede Barrandov Studio ligeledes om en udsættelse af fristen for indgivelse af betragtninger, og den 15. september 2008 modtog Kommissionen yderligere betragtninger fra klageren. Barrandov Studio tilslutter sig de af klageren A fremsendte begrundelser og understreger, at studiescenernes størrelse og antal er et tegn på, at Ciudad de la Luz har til hensigt at tiltrække

nordamerikanske højbudgetfilm og ikke spanske film. Det fåtal af fagpersoner og den ringe filminfrastruktur, der kendetegner Alicante i forhold til Madrid eller Barcelona, afspejler ikke et logisk valg af placering. Strategisk set sondrer ethvert selskab, der investerer i filmstudiebranchen, i princippet mellem lokale kunder, der giver en stabil indtjening, og udenlandske kunder, der bidrager med store produktioner. Ciudad de la Luz har fastlagt en modsatrettet strategi, som indebærer at tilbyde studieydelser til meget lave priser uden at tage højde for etableringsomkostningerne. I lyset af den usikkerhed, der er begrundet i denne branches vanskeligheder med at budgettere indtægter mere end tre-fem år frem i tiden, ville en privat investor desuden have stillet krav om rentabilitet på et meget tidligere tidspunkt, end det er tilfældet. Efter Barrandovs mening underbygges denne påstand af en fortrolig og informativ forretningsplan vedrørende den seneste investering i nye studier, der blev foretaget på baggrund af antagelsen om at kunne generere et nettooverskud efter det andet produktionsår og en afskrivningsperiode på under otte år. Efter Barrandovs opfattelse ligger der heller ikke en rationel forklaring til grund for størrelsen af den fortjeneste (341 mio. EUR), som de spanske myndigheder havde budgetteret med for 2014.

(46) I sin skrivelse af 27. juni 2008 indskrænker Mediterranean Film Studios Limited sine bemærkninger til kun at omhandle det søområde, som Ciudad de la Luz havde annonceret. Mediterranean Film Studios Limited hævder, at deres egne vandområder er enestående i Europa og kun kan sammenlignes med dem, der er ejet af Fox i Baja California (Mexico). Som følge af den ringe årlige belægningsgrad, hvad angår Mediterranean Film Studios Limiteds vandområde, påstår denne, at der efter Mediterranean Film Studios Limiteds opfattelse og den i branchen udbredte opfattelse allerede er tilstrækkelig kapacitet i Middelhavsområdet og sågar i Europa til indspilning af film i vandområder.

Bemærkninger fra parter, der er aktører i den spanske filmbranche

(47) I sine bemærkninger af den 30. juni 2008 anfører Federación de asociaciones de productores audiovisuales españoles (FAPAE), at Ciudad de la Luz har tilført en øget kompetence til markedet for store produktionsinstallationer, og at klagernes eneste formål er at bevare deres markedsstilling og hindre konkurrenter, der tilbyder troværdige tjenesteydelser til rimelige priser som et alternativ til deres egne studier, der dominerer det europæiske marked, i at få fodfæste på markedet. FAPAE hævder endvidere, at studier som f.eks. Barrandov, Cinecittà, Babelsberg og Mafilms har konsolideret deres markedsstilling og ry takket være offentlig støtte, som de har modtaget på forskellige måder, herunder i form af offentligt ejede aktieandele. Mere generelt understreger FAPAE, at opretholdelsen af den kulturelle mangfoldighed begrunder en konstant offentlig investering i branchen. Angiveligt tilbyder Ciudad de la Luz især de spanske producenter nogle sofistikerede og moderne tjenesteydelser, som disse producenter ellers ville have skullet tilkøbe i udlandet til en meget højere pris. Med henblik på at tilbagevise argumentet om, at Ciudad de la Luz har til hensigt at tiltrække megaproduktioner, hævder FAPAE, at Ciudad de la Luz drager enorm nytte af de spanske lavbudgetfilm og er rodfæstet i den nationale og lokale kultur og således bidrager til at nå de kulturelle målsætninger, der er fastlagt i artikel 87, stk. 3, litra d) (den nuværende artikel 107, stk. 3, litra d)). Bemærkningerne af 21. maj 2008 fra Empreses audiovisuals valencianes federades (EAVf) og af 16. maj 2008 fra sammenslutningen Productors audiovisuals valencians svarer for hovedpartens vedkommende, og lejlighedsvis ordret, til de bemærkninger, som FAPAE har indgivet.

(48) I sine bemærkninger af 5. juni 2008 understreger Associació de directors de cinema valencians, at den nordamerikanske filmindustris dominerende stilling indebærer, at de europæiske produktioner bliver kørt ud på et sidespor som følge af en række påståede misbrug. I henhold til denne sammenslutning er det nødvendigt at iværksætte afhjælpende foranstaltninger for at sikre, at den europæiske kulturelle produktion konkurrerer på lige vilkår. Efter sammenslutningens opfattelse er den offentlige intervention i Ciudad de la Luz af afgørende betydning i denne forbindelse og til gavn for den europæiske, spanske og valencianske produktion, og formålet er at gå i brechen for den kulturelle identitet.

(49) De bemærkninger, der blev indgivet af Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (der er ejet 100 % af Ciudad de la Luz SAU, som er ejet af Comunitat Valenciana) den 23. juni 2008, er grundlæggende en gengivelse af de samme underliggende argumenter og bygger på den dokumentation, som de spanske myndigheder har fremlagt. I det følgende foretages der en analyse af nogle af de aspekter, som er særligt fremhævet i deres bemærkninger. For det første understreger det forhold, at en privat investor delvist finansierede projektet i den indledende fase i 2000 på grundlag af de foreliggende undersøgelser, at den investering, som de offentlige myndigheder foretog, var i overensstemmelse med en privat investors logik. I såvel undersøgelsen fra 2000 som den fra 2004 blev det uden forbehold konkluderet, at projektet var rentabelt. For det andet er de incitamenter, der blev givet i forbindelse med bestemte film, begrundet ud fra et kommercielt synspunkt, når det drejer sig om et nyt forretningseventyr, og de blev endvidere givet som led i en »sponsoraftale« i bytte for pr-aktiviteter, der skaber rentabilitet som følge af det ry, som studierne skaber sig, samtidig med at de udgør reklameomkostninger for modtagerne. Ifølge en undersøgelse, der blev gennemført om dette emne, anslås det, at den økonomiske rentabilitet som følge af sponsoraftalerne til fordel for Ciudad de la Luz udgør […] (*) mio. EUR.

(*) Oplysninger, der er omfattet af tavshedspligt, er i afgørelsen angivet med […].

Bemærkninger indgivet af nationale organer til finansiering af filmproduktioner

(50) I sin skrivelse af 25. juni 2008 fastslår UK Film Council, at det er nødvendigt at besvare de spørgsmål, som fremgår af beslutningen om indledning af den formelle undersøgelsesprocedure.

IV. DE SPANSKE MYNDIGHEDERS BEMÆRKNINGER

(51) Efter indledningen af den formelle undersøgelsesprocedure afslørede de spanske myndigheder, at den oprindelige investeringsbeslutning byggede på en forretningsplan, der blev udarbejdet i 2000, og ikke på den, som myndighederne tidligere havde fremsendt. Denne forretningsplan var en del af en undersøgelse, der blev udarbejdet i 2004 og ikke i 2002, som de spanske myndigheder tidligere havde oplyst til Kommissionen.

(52) Da 2004-undersøgelsen blev udarbejdet, havde de allerede investeret over 90 mio. EUR i projektet. De spanske myndigheder påstår følgelig, at der blev truffet to investeringsbeslutninger, nemlig en i 2000 vedrørende projektets første fase og en anden i 2004 om den planlagte udvidelse.

(53) Investeringsplanen for Ciudad de la Luz efter de spanske myndigheders seneste ajourføring i april 2012 var som følger:

Dato	Beskrivelse	Offentlig investering (EUR)
24.10.2000	Comunitat Valenciana beslutter at opføre Ciudad de la Luz	—
2.11.2000	Ciudad de la Luz SA stiftes (ejet med 75 % af Parque Temático de Alicante SAU og med 25 % af Producciones Aguamarga SL)	450 000 EUR [75 % af 600 000 EUR]
21.11.2001	Parque Temático de Alicante SAU investerer alene i en kapitaludvidelse på 9 mio. EUR i Ciudad de la Luz SA (og øger dermed sin andel til 98,4 %)	9 000 000 EUR.
6.2.2003	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU ([1]) investerer alene i en kapitaludvidelse på 30 mio. EUR i Ciudad de la Luz SA (og øger dermed sin andel til 99,6 %)	30 000 000 EUR
4.5.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU investerer alene i en kapitaludvidelse på 54 870 660 EUR i Ciudad de la Luz SA (og øger dermed sin andel til 99,8 %)	54 870 660 EUR
23.7.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU køber andelen på 0,2 % i Ciudad de la Luz SA til en pris på 139 059 EUR af Producciones Aguamarga SL (kontraktligt ansat til 150 000 EUR) (og øger dermed sin andel i Ciudad de la Luz SA til 100 %)	139 059 EUR
9.3.2005	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU overdrog de arealer, hvorpå studierne blev opført, til Ciudad de la Luz SA, og øgede dermed sidstnævntes kapital med 9 800 040 EUR (på trods af at disse arealer var blevet vurderet til 1 030 856 EUR i regnskabet for Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU). Inden denne dato havde de allerede fået tilladelse fra Generalitat Valenciana til at opføre studierne på dette sted	9 800 040 EUR
Sommeren 2005	Ciudad de la Luz SA påbegynder sine aktiviteter som filmstudie	—
28.4.2005	Aktionærlån på 95 mio. EUR	95 000 000 EUR
26.12.2007	Aktionærlån på 20 mio. EUR	20 000 000 EUR
30.6.2008	Lån, der kunne konverteres til aktier, udstedt med en option på konvertering til aktier inden den 31. december 2008	10 000 000 EUR

Dato	Beskrivelse	Offentlig investering (EUR)
2.1.2009	Lån, der kunne konverteres til aktier, udstedt med en option på konvertering til aktier inden den 30. juni 2009	10 000 000 EUR
17.3.2009	Lån, der kunne konverteres til aktier, autoriseret indtil 30 mio. EUR, udstedt med en option på konvertering til aktier inden den 30. december 2009	25 829 840 EUR
31.12.2010	Skyldige renter på aktionærlån i 2009 og 2010	7 222 160 EUR
31.12.2010	Skyldige renter på lån, der ikke var blevet konverteret i 2009 og 2010	1 814 187 EUR
	I alt	274 125 946 EUR

([1]) Tidligere kendt under navnet Sociedad Parque Temático de Alicante SAU.

(54) I sit svar forsøgte de spanske myndigheder grundlæggende at påvise, at investeringen ikke udgjorde statsstøtte, da en privat investor ville have investeret i projektet på samme måde og på samme vilkår (i henhold til princippet om den private investor, der opererer på markedsøkonomiske vilkår). Til støtte for sine argumenter har myndighederne fremsendt rapporter, der er udarbejdet af den økonomiske konsulentvirksomhed LECG.

(55) De spanske myndigheder hævdede, at selv hvis man antog, at Kommissionen anså mindst en del af investeringen for at udgøre statsstøtte, opfyldte alle de film, der var blevet indspillet i Ciudad de la Luz, de kulturelle kriterier, som Kommissionen havde tilladt i april 2008, december 2008 og i juli 2009 ([14]), for de incitamenter, som Comunitat Valenciana havde givet i forbindelse med filmproduktionen. Det er de spanske myndigheders opfattelse, at den kulturelle undtagelse i artikel 107, stk. 3, litra d), i TEUF kan finde anvendelse på den investeringsstøtte, der blev ydet i filmproduktionens op- og nedgangstider.

(56) De spanske myndigheder anfører ligeledes, at al den støtte, der er indeholdt i den offentlige finansiering af Ciudad de la Luz, og de incitamenter, der er givet til filmproduktionen, bør ses i lyset af de konkurrencefordrejende virkninger af de nationale støtteordninger vedrørende filmproduktioner, som Kommissionen har givet grønt lys til i andre medlemsstater, og som tiltrækker store filmproduktioner til Ciudad de la Luz' konkurrenter ([15]).

(57) De spanske myndigheder hævder desuden, at det i henhold til de daværende gældende retningslinjer for statsstøtte med regionalt sigte (1998) ville have været tilladt med en støtteintensitet i forbindelse med projektet på 36 %. Desuden vil de supplerende betingelser, der efterfølgende blev indført inden for den tværsektorielle ramme for store investeringsprojekter for 2002 med en markedsandel på under 25 % og en kapacitetsforøgelse på 5 %, være opfyldt.

(58) De spanske myndigheder fremsendte endnu en rapport udarbejdet af LECG Inc, der indeholdt kritik af Kommissionens tjenestegrenes analyse af forretningsplanen fra 2004. LECG Inc stillede spørgsmålstegn ved denne analyse og fremkom med alternative værdier til oplysningerne og risikofaktorerne og tilbød retrospektive vurderinger af de arealer, hvorpå Ciudad de la Luz blev opført.

(59) I en anden økonomisk analyse, som var blevet udarbejdet af Kommissionens tjenestegrene, blev der foretaget en analyse af forretningsplanen fra 2000 og de retrospektive vurderinger af de arealer, som Spanien havde stillet til rådighed. Ydermere foretog en uafhængig konsulent på Kommissionens foranledning en økonomisk evaluering af princippet om den private investor, der opererer på markedsøkonomiske vilkår. Denne uafhængige rapport blev tilsendt de spanske myndigheder den 30. september 2011.

(60) Som de tidligere havde gjort i deres bemærkninger vedrørende beslutningen om at indlede proceduren, gentog de spanske myndigheder deres synspunkt om, at rentabilitetsudsigterne for Ciudad de la Luz burde sammenholdes med rentabilitetsmulighederne, for så vidt angår filmbyens største konkurrenter i EU inden for filmstudiebranchen (f.eks. Babelsberg og Pinewood), og ikke som Ecorys gør ([16]), nemlig at sammenholde udsigterne til rentabilitet med de diversificerede kæmpekoncerner inden for audiovisuelle produktioner i USA (Time Warner, Disney) ([17]). De spanske myndigheder fastholder, at denne komparative evaluering burde bygge på oplysningerne om de statsejede andele (f.eks. Bloomberg),

([14]) Beslutninger om statsstøtte N 379/07 (2.4.2008), N 309/08 (15.12.2008) og N 108/09 (30.7.2009).

([15]) De nationale tilskud kan nå op på 24 % af produktionsomkostningerne i Det Forenede Kongerige og 20 % i Tyskland. I sin revision af meddelelsen om biograffilm forsøger Kommissionen at afhjælpe subventionskapløbet mellem de nationale ordninger vedrørende støtte til filmproduktionerne med henblik på at tiltrække investeringer fra store, udenlandske filmproducenter.

([16]) Den økonomiske konsulent, Ecorys, udarbejdede en uafhængig undersøgelse herom. Jf. yderligere detaljer i afsnit V.

([17]) Ikke desto mindre medtog Ecorys ligeledes det europæiske studie Babelsberg i sammenligningen sammen med andre selskaber fordelt over hele verden.

der vedrørte det tidspunkt, hvor investeringsbeslutningen blev taget (dvs. 2000, 2004 og ikke 2008). Afslutningsvis påstår de, at en række misforståelser og tekniske mangler gør, at konklusionerne i Ecorys' undersøgelse ([18]) er ubrugelige. De spanske myndigheder påstod, at hvis disse mangler blev afhjulpet, og der blev foretaget en passende komparativ sammenligning med konkurrenterne, ville rentabiliteten for så vidt angår udsigterne for den investeringsbeslutning, som blev truffet på grundlag af de på dette tidspunkt foreliggende oplysninger, være i overensstemmelse med princippet om den private investor, der opererer på markedsøkonomiske vilkår.

V. **VURDERING AF STØTTEN**

(61) I henhold til artikel 107, stk. 1, i TEUF »er statsstøtte eller støtte, som ydes ved hjælp af statsmidler under enhver tænkelig form, og som fordrejer eller truer med at fordreje konkurrencevilkårene ved at begunstige visse virksomheder eller visse produktioner, uforenelig med det indre marked, i det omfang den påvirker samhandelen mellem medlemsstaterne«. Det udledes af denne bestemmelse, at alle følgende betingelser skal være opfyldt, hvis støtte skal betragtes som statsstøtte: 1) støtten ydes ved hjælp af statsmidler, 2) den begunstiger virksomhederne økonomisk, 3) støtten ydes selektivt og fordrejer eller truer med at fordreje konkurrencevilkårene, 4) støtten påvirker samhandelen mellem medlemsstaterne.

Økonomisk begunstigelse

(62) Som tidligere anført har de spanske myndigheder påstået, at støtten ikke udgør statsstøtte, da den er i overensstemmelse med princippet om den private investor, der opererer på markedsøkonomiske vilkår. Denne påstand efterprøves ved at analysere, om en privat investor ville have investeret i projektet på samme måde og på samme vilkår som den offentlige investor på det tidspunkt, hvor beslutningen om at foretage den offentlige investering blev vedtaget. I denne forbindelse har det betydning, at der oprindelig var en privat investor, som deltog i projektet ([19]), og at de spanske myndigheder havde bestilt adskillige undersøgelser, hvori man nåede frem til den konklusion, at projektet ville skabe positiv likviditet (jf. betragtning 22).

(63) Som anført i betragtning 17, stod en privat investor (administrationsselskabet) i første omgang som indehaver af en andel på 25 % (svarende til 150 000 EUR af indskudskapitalen på 600 000 EUR) af Ciudad de la Luz-projektet. Denne investor trak sig imidlertid ud af projektet uden at tilføre yderligere midler (blev overtaget af SPTCV i 2004). Ingen andre investorer har efterfølgende investeret i projektet.

([18]) *Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz* (Undersøgelse vedrørende anvendelsen af princippet om den private investor, der opererer på markedsøkonomiske vilkår, på den offentlige investering i Ciudad de la Luz), endelig rapport (Ecorys — den 19. juli 2011).

([19]) Med hensyn til f.eks. Citynet Amsterdam var det Kommissionens opfattelse, at princippet om den private investor, der opererer på markedsøkonomiske vilkår, var opfyldt, eftersom den offentlige investor investerede i projektet på samme vilkår som den private investor. Beslutning C 53/2006 af 11. december 2007.

(64) Det forhold, at den eneste private investor, der var villig til at foretage investeringer, kun havde forpligtet sig med en meget lille andel på det tidspunkt, hvor hovedparten af investeringen skulle foretages, kan anses for at være et umiddelbart tegn på, at en privat investor ikke ville have gennemført et projekt af denne art på de vilkår, der var gældende på daværende tidspunkt. Desuden var denne private investors rolle meget konkret (og følgelig var det ikke den rolle, som en privat investor spiller i henhold til retspraksis), da investoren tilmed var ansvarlig for projektets opstart, overvågningen af anlægsarbejdet og administrationen og bestillingen af undersøgelserne mod betaling af nærmere fastlagte administrationshonorarer. Dette betyder, at denne indledende investering kan siges at være rationel og begrundet i andre motiver end investeringens rentabilitet alene, hvis man anskuer den isoleret set.

(65) Da der ikke var en privat aktionær, baserede den regionale myndighed sin investeringsbeslutning på resultaterne af konsulentundersøgelserne. Trods det er disse undersøgelsers blotte eksistens ikke tilstrækkelig til, at det kan konkluderes, at princippet om den private investor, der opererer på markedsøkonomiske vilkår, er overholdt. Inden der blev foretaget investeringer i den størrelsesorden, som det var tilfældet i Ciudad de la Luz, ville det have været logisk, hvis en privat investor havde analyseret forretningsplanen og de hypoteser, som disse undersøgelser byggede på. Enhver privat investor ville skulle drage sine egne konklusioner om, hvorvidt de specifikke forudsætninger, der var anvendt som begrundelse for forretningsplanen, var tilstrækkelige i det konkrete tilfælde. Det forventes endvidere, at en privat investor vil sammenligne den forventede rentabilitet af Ciudad de la Luz-projektet med andre alternative projekters rentabilitet. Denne analyse blev ikke foretaget dengang. Desuden var det heller ikke muligt at foretage en sådan sammenligning på grundlag af den positive likviditet, som fremgik af disse undersøgelser.

(66) Når det drejer sig om en undersøgelse af statsstøtte, stilles der i retspraksis krav om, at Kommissionen foretager sin egen vurdering af omstændighederne ([20]). Det er således nødvendigt at vurdere gyldigheden af de rapporter, som er blevet udarbejdet på transaktionstidspunktet.

(67) På baggrund af de rapporter, som de spanske myndigheder har fremsendt, siden beslutningen om indledning af en procedure blev truffet, konstateres det, at der blev truffet to investeringsbeslutninger i forbindelse med projektet. Den første beslutning blev truffet i 2000 på grundlag af den forretningsplan, der var blevet udarbejdet

([20]) I Valmont-sagen fandt førsteinstansdomstolen, at Kommissionen ikke udelukkende burde have taget udgangspunkt i tilstedeværelsen af en uafhængig sagkyndigs vurdering med henblik på at fastslå, om salget af en grund udgjorde statsstøtte. Førsteinstansdomstolen krævede, at Kommissionen også skulle kontrollere handelsværdien, hvilket selve førsteinstansdomstolen herefter valgte at gøre (sag T-274/01). I sagen Hamsa (sag C-316/02) og Lenzing (sag C-525/04) anerkendte Domstolen, at Kommissionen har en skønsmæssig beføjelse med hensyn til de økonomiske spørgsmål, men at det er »Fællesskabets retsinstansers opgave at tage stilling til den materielle nøjagtighed af de beviser, der henvises til, og til oplysningernes troværdighed og sammenhæng…".

samme år af Arthur Andersen (og som vedrørte investeringerne for perioden 2002-2006). I 2004 blev Consultia-rapporten (der omhandlede de realiserede investeringer for perioden 2002-2004 og de forventede investeringer for perioden 2004-2014) bestilt med henblik på en revurdering af, hvorvidt det var hensigtsmæssigt at foretage nye investeringer i projektet. Som følge heraf skulle der i forbindelse med begge investeringsbeslutninger foretages en vurdering af princippet om den private investor, der opererer på markedsøkonomiske vilkår.

(68) Kommissionen har vurderet, om en hypotetisk investor ville have investeret i det projekt, der førte til etableringen af selskabet Ciudad de la Luz. Ifølge princippet om den private investor, anses den gennemførte investering for at være statsstøtte, hvis den kompensation, som staten forventer at modtage, er ringere en den, som en privat investor ville have krævet under de omstændigheder, der karakteriserer det konkrete projekt.

(69) For at finansiere et projekt skal investorerne investere kapital af en vis størrelsesorden. Der er omkostninger forbundet med denne kapital, nemlig kapitalomkostningerne. De to mest almindelige kapitalkilder er som hovedregel selskabskapital og finansiel gæld. Den samlede kapitalomkostning er den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning (WACC), hvori der tages højde for størrelsen af selskabskapitalen og størrelsen af den finansielle gæld. Kapitalomkostningerne ved den finansielle gæld og selskabskapitalen, udgør de forventede omkostninger og ikke de afholdte omkostninger. I den konkrete sag, der omhandler Ciudad de la Luz, forventedes det i henhold til forretningsplanen, at projektet blev finansieret helt og aldeles med selskabskapital, hvorfor de samlede kapitalomkostninger udgøres af selskabskapitalen.

(70) En privat investor ville have været villig til at investere i Ciudad de la Luz, hvis den forventede interne afkastningsgrad ([21]) havde været større eller lig med de offeromkostninger, der var forbundet med selskabskapitalen ([22]), (dvs. den rente, som investoren ville have kunnet opnå i et tilsvarende projekt).

(71) For at beregne kapitalomkostningerne ved selskabskapitalen, har Kommissionen vurderet modellen til fastsættelse af forrentningskravet til egenkapitalen (Capital Asset Pricing Model (CAPM). Kapitalomkostningerne ved selskabskapitalen, afspejler de offeromkostninger, der er forbundet med den investerede kapital for aktionærerne, i virksomheder eller projekter, der indebærer identiske (eller tilsvarende) virksomhedsrisici og finansielle risici sammenholdt med dem, som behandles i den foreliggende sag. I henhold til CAPM-modellen, beregnes kapitalomkostningerne ved selskabskapitalen, K_e, ved anvendelse af følgende formel:

$$K_e = R_f + ß(R_m - R_f),$$

hvor R_f er den risikofrie rente, $(R_m - R_f)$ er markedsrisikopræmien, og ß, »beta«, er en målestok for den (ikke-diversificerbare) systematiske risiko, der er forbundet med aktierne i Ciudad de la Luz, og som afspejler såvel virksomhedsrisikoen som den finansielle risiko.

(72) I forbindelse med den risikofrie rente, R_f, er det i henhold til markedspraksis ([23]) tilrådeligt, at der vælges langfristede statsobligationer (som hovedregel med en løbetid på 10 år) fra det land, som det drejer sig om (idet en sådan investering anses for at være mindst risikabel). I Spanien lå den gennemsnitlige årlige rente på statsobligationer med en løbetid på 10 år på 4,1 % i 2004 ([24]). For så vidt angår risikopræmien, er det hensigtsmæssigt at tage udgangspunkt i den historiske markedsrisikopræmie hen over en forholdsvis lang periode. Det er almindelig praksis at beregne differencen mellem den historiske forrentning af et diversificeret aktieindeks i det pågældende land, og den risikofrie rente. Ifølge Fernández (2004) ([25]) lå den historiske markedsrisikopræmie for spanske statsobligationer (i perioden 1991-2003) på mellem 6,8 % og 9,3 %. Kommissionen indtog en forsigtig holdning ved beregningen af markedsrisikopræmien og tog udgangspunkt i den laveste værdi i dette interval, nemlig 6,8 %. I en efterfølgende undersøgelse af nyere dato bekræfter den samme forfatter ([26]) rigtigheden af denne værdi ved at fastslå den ønskede risikopræmie i perioden 2000-2004 til at ligge i omegnen af 6 %-7 %.

(73) Med henblik på beregningen af »betaværdier« anvendte Kommissionen offentligt tilgængelige oplysninger om virksomheder, som de spanske myndigheder har anset for at være direkte konkurrenter til Ciudad de la Luz, nemlig Carrère Group ([27]) og Babelsberg. Disse tal blev formidlet af finansanalytikere, der gennemførte en grundig analyse af de to virksomheder. Et gennemsnit

([21]) Den interne afkastningsgrad svarer pr. definition til den diskonteringssats, som resulterer i en nettonutidsværdi af investeringen, der er lig nul.

([22]) Brealey and Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance* (principper for corporate finance), 6. udgave (kapitel 5, s. 100).

([23]) Jf. f.eks. Brealey and Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*, sjette udgave (kapitel 8).

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

([25]) Pablo Fernández 2004, »Market risk premium: required, historical and expected«, arbejdsdokument udarbejdet af IESE Business School.

([26]) Pablo Fernández (2009): »The equity premium in 150 textbooks«, arbejdsdokument udarbejdet af IESE Business School.

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

af de to betaværdier, der er vægtet, således at de stemmer overens med den finansielle risikoprofil for Ciudad de la Luz, giver en tilnærmet værdi på 1,5. Dette er et meget forsigtigt skøn, da investeringen i Ciudad de la Luz med al sandsynlighed indebærer en idiosynkratisk risiko, der er meget højere end de to andre allerede etablerede studiers. Ciudad de la Luz er en ny investering i en region, hvor der ikke findes hverken spanske eller internationale filmproducentselskaber. Med andre ord er Ciudad de la Luz' betaværdi sandsynligvis højere end de to konkurrenters.

(74) Ved anvendelse af den ovennævnte formel (jf. betragtning 71), fandt Kommissionen, at egenkapitalomkostningerne burde ligge på ca. 14,9 %.

(75) Som drøftet i bilag I fremførte de spanske myndigheder til sammenligning, at anvendelsen af CAPM-modellen ville vise, at en investor »ville kræve« en risikopræmie — og ikke en afkastningsgrad — på 3,75 % i 2000 og på 2,07 % i 2004. Denne beregning er baseret på en beta-koefficient på ß = 0,395. En betaværdi på 1 ville afspejle hele aktieporteføljen, dvs. »gennemsnitsaktien«. En betaværdi på væsentligt under 1, ville således være ensbetydende med, at den pågældende investering var kendetegnet ved sin særlig lave risiko. De spanske myndigheder hverken begrundede deres påstand eller understøttede den med nogen form for velunderbyggede og kontrollerbare oplysninger.

(76) Som anført ovenfor (jf. betragtning 70) ville en privat investor kun investere i et projekt med en intern afkastningsgrad, der lå over offeromkostningerne ved kapital. Kommissionen bemærker, at forretningsplanen fra 2000 udelukkende omfattede en nøje vurdering af projektets indledende faser. Kommissionens analyse (jf. bilag II) afspejlede en negativ nettonutidsværdi, som var baseret på forretningsplanen fra 2000 og tog udgangspunkt i den nominelle værdi af den likviditet, der var anført heri. En privat investor ville ikke have investeret i projektet på dette grundlag.

(77) I forbindelse med vurderingen af den interne afkastningsgrad anlægger Kommissionen igen en meget forsigtig tilgang og udelader at stille spørgsmålstegn ved præmisserne og forudsætningerne i forretningsplanen og navnlig den beregnede likviditet i forbindelse med projektet. Det bør imidlertid bemærkes, at den likviditet, der er budgetteret med i forretningsplanen fra 2004, forekommer at være uhensigtsmæssigt optimistisk, navnlig i lyset af selskabets tab i perioden 2002-2004. ([28]) På baggrund af de oplysninger, som Kommissionen er bekendt med, må det vurderes, at den i forretningsplanen fra 2004 budgetterede likviditet var den maksimalt forventede likviditet ([29]). Likviditeten er afgørende for det forventede afkast. Kommissionen undlader ligeledes at begive sig ind i en drøftelse af Ciudad de la Luz' forventede afkast. Det anses ikke desto mindre for at være hensigtsmæssigt at justere kapitalomkostningerne, hvilket enhver fornuftig privat investor ville skulle gøre.

(78) På grundlag af den forretningsplan for 2004, der blev fremlagt for Ciudad de la Luz, ligger den interne afkastningsgrad for dette projekt på 5,74 % (jf. bilag I). Med en offeromkostning ved kapital på under 14 % (der er beregnet i henhold til den tidligere beskrevne metode, jf. betragtning 73), ville en privat investor ikke have foretaget denne investering i Ciudad de la Luz, da den interne afkastningsgrad, der ville kunne opnås, er lavere end offeromkostningen ved kapital.

(79) Kommissionen beregnede endvidere nettonutidsværdien (NNV) af investeringen i Ciudad de la Luz med henblik på at fastslå niveauet for værdiansættelsen af projektet for den private investor. Formålet med investeringsbeslutningen som helhed er at identificere reelle aktiver med en værdi, der overstiger omkostningerne, dvs. investeringer med en forventet rentabilitet, der overstiger offeromkostningerne ved kapitalen. Hvis dette ikke kan opnås, som det er tilfældet i forbindelse med Ciudad de la Luz, er værdien af projektet negativ, som investeringen er følgelig ikke gennemførlig for en fornuftig privat investor. NNV for ethvert projekt angiver værdien af investeringen på tidspunktet for beslutningstagningen og beregnes ved at diskontere den i forretningsplanen budgetterede likviditet med diskonteringsfaktoren, som udgør kapitalomkostningen. Umiddelbart forholder det sig sådan, at jo større kapitalomkostningen er, jo mindre er NNV.

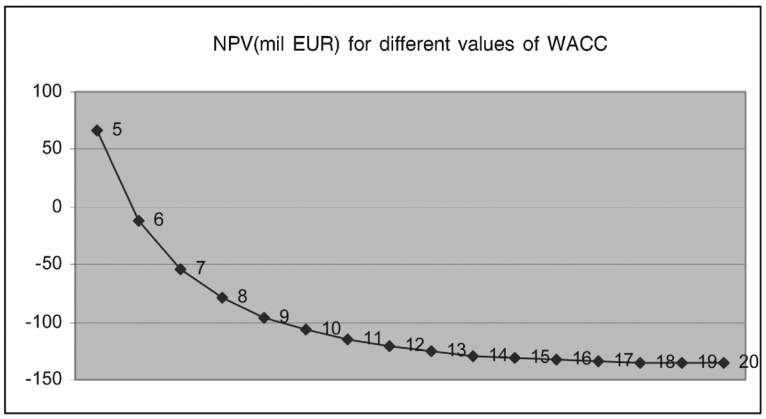
(80) Med hensyn til Ciudad de la Luz ligger NNV af investeringen cirka i underkanten af 130 mio. EUR (jf. bilaget), hvis man anvender offeromkostningen ved kapital på 14 % og den likviditet, der fremgår af den forretningsplan

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

([29]) I den uafhængige Ecorys-rapport går man endnu længere, idet den ligeledes indeholder en analyse af præmisserne for forretningsplanen og en kritik af adskillige af disse præmisser. Der gøres f.eks. opmærksom på, at »udvælgelsen af den geografiske placering ikke synes at være indlysende fra et strategisk synspunkt, idet der ikke kan kortlægges synergier med en nærliggende filmindustri. Der findes andre regioner i Spanien med tilsvarende geografiske placeringer, men som ligger tættere på klynger af eksisterende filmindustrivirksomheder« (s. 30). Senere i rapporten: »Det skal i denne forbindelse bemærkes, at det særligt i studiets og skolens første leveår ikke vil være muligt at skaffe personale fra lokalområdet med tilstrækkelig uddannelse og kvalifikationer. En fornuftig privat investor ville derfor sandsynligvis have foretrukket at opføre et filmstudie et andet sted« (s. 31). For så vidt angår den investering, der blev foretaget i 2004, anføres følgende: »Det er tvivlsomt, om en privat investor ville have valgt at nyopføre et filmstudie i et område, hvor der ikke ville være adgang til kvalificeret personale i studiets og skolens første driftsår« (s. 39).

fra 2004, som er udarbejdet af Consultia (Kommissionen har, som anført i betragtning 76 anvendt den nominelle værdi). Som følge heraf forekommer denne investeringsmulighed ikke at være interessant for en privat investor.

(81) Kommissionen har tilmed efterprøvet troværdigheden, hvoraf det fremgår, at resultatet er meget troværdigt. På trods af en rimelig tærskelværdi påvirkes resultatet næsten ikke af værdien af den offeromkostning ved kapital, som Kommissionen har beregnet. Sagt på en anden måde ændres resultatet ikke som følge af væsentlige ændringer i de parametre, som Kommissionen har opstillet i sin beregning af kapitalomkostningerne. I den nedenstående figur vises de tilnærmede NNV-værdier i forhold til forskellige kapitalomkostningsværdier (WACC) på mellem 5 % og 20 %. I figuren fremhæves det, at NNV bliver negativ ved en WACC på mellem 5 % og 6 %. Hvis kapitalomkostningen således overstiger 6 %, ville en privat investor følgelig ikke gennemføre projektet. NNV-værdien påvirkes desuden ikke ved WACC-værdier på over 10 %. Kommissionen har anslået en WACC i omegnen af 14 %, altså et niveau, hvor det med stor sikkerhed kan fastslås, at projektet ikke er rentabelt.



(82) Som reaktion på Kommissionens vurdering hævdede de spanske myndigheder på baggrund af en konsulentrapport ([30]), at Kommissionens analyse var behæftet med fejl. De anførte for det første, at selv hvis det blev accepteret, at CAPM-analysen som sådan er et passende fokus, bliver der i konsulentrapporten stillet spørgsmålstegn ved de værdier, som Kommissionen anvender i forbindelse med forskellige parametre. Der skulle navnlig have været anvendt lavere værdier for markedsrisikopræmien og i forbindelse med »betaværdierne«. For det andet burde Kommissionen i forbindelse med fastlæggelsen af referenceværdien ikke udelukkende have anvendt den forretningsplan, som Consultia IT havde udarbejdet, men derimod ligeledes den af Arthur Andersen udarbejdede forretningsplan fra 2000. For det tredje anvendte Kommissionen ikke de korrekte finansielle nøgletal med henblik på at vurdere den forventede rentabilitet af Ciudad de la Luz-projektet. Endelig tog Kommissionen ikke højde for de budgetterede indtægter fra hotel- og kontorvirksomheden.

(83) Kommissionen forkastede disse argumenter. For så vidt angår markedsrisikopræmien, redegøres der forholdsvis detaljeret i bilag II for grundene til, at de værdier, der er indeholdt i det interval, som Spanien foreslår, ikke er passende værdier. De værdier, der er indeholdt i forslaget, er frem for alt skøn for 2009 og svarer ikke til dem, der var gældende i 2000 og 2004. Det fremgår tydeligt, at der i forbindelse med skønnet af CAPM bør anvendes værdier, der er relevante i forhold til den dato, hvor den kommercielle beslutning blev truffet. Faktisk forholder det sig sådan, at den forfatter, som de spanske myndigheder selv har citeret, fremlægger skøn for den relevante periode, som er sammenfaldende med de af Kommissionen udarbejdede skøn. I bilag II redegøres der desuden for årsagen til, at de spanske myndigheders påstand om, at der skal anvendes lavere »betaværdier«, er fejlagtig. Kommissionen anvender værdier fra offentligt tilgængelige undersøgelser, som indeholder beregninger af betaværdier for konkurrenter, der er beliggende i nærheden af Ciudad de la Luz. Finanseksperter afviser, at der kan anvendes historiske betaværdier, som foreslået af de spanske myndigheder.

(84) Som svar på de spanske myndigheders opfordring til at anvende forretningsplanen fra 2000 indeholder bilag II en beregning, der er baseret på dette grundlag. Som det fremgår, ville WACC i dette tænkte eksempel være højere end i 2004, hvilket skyldes en højere risikopræmie og en højere risikofri rente. Denne beregning indebærer også en negativ NNV. For så vidt angår de eventuelle indtægter fra hotel- og kontorvirksomhed, byggede de spanske myndigheders påstande afslutningsvis på nye dokumentationselementer, nemlig seks vurderingsrapporter, der var blevet udarbejdet efterfølgende. Disse elementer indgik ikke i de oplysninger, som en privat investor havde adgang til på det pågældende tidspunkt. Selv om det i rapporten udarbejdet af Arthur Andersen bliver nævnt, at det er muligt at opføre et hotelkompleks, indeholder rapporten ingen oplysninger om et sådan kompleks' eventuelle rentabilitet, og der blev ikke udarbejdet en forretningsplan, som omfattede fast ejendom. Ikke desto mindre indeholder bilag II en detaljeret analyse af de rapporter, der efterfølgende er blevet

([30]) Henvisning til den anden rapport fra LECG.

udarbejdet, og som omhandler fast ejendom. Disse er yderst problematiske. Eksempelvis svarer de referencepriser, der er angivet for kontorlokaler i Ciudad de la Luz, til priserne på de mest prestigefyldte erhvervslokaliteter i Alicantes centrum. Eftersom komplekset Ciudad de la Luz er beliggende uden for Alicante by og i nærheden af et industriområde, forekommer referencepriserne at være alt for høje. Desuden er referencepriserne for hoteller fastlagt med udgangspunkt i prisen på firefemstjernede hoteller. Der er absolut intet, der tyder på, at der er tilstrækkelig efterspørgsel på hoteller uden for Alicante i disse kategorier, navnlig også i lyset af et sådant hotels beliggenhed i nærheden af en motorvej og et industriområde.

(85) Ud over at foretage sin egen interne vurdering bestilte Kommissionen også en uafhængig undersøgelse med henblik på at få svar på, om en privat investor ville have foretaget en investering af denne art i Ciudad de la Luz på de samme betingelser ([31]). Ecorys-rapporten indeholder en analyse af forskellige hypoteser, som resulterer i en skønnet kapitalomkostning på mellem 12,5 % og 21,4 % for investeringen i 2000 og på mellem 10,9 % og 15,9 % for den supplerende investering i 2004. Resultatet af Kommissionens undersøgelse ligger derfor på niveau med tallene i Ecorys-rapporten. Til gengæld ligger den interne afkastningsgrad, der er beregnet med udgangspunkt i forretningsplanen, langt under den minimumstærskel for kapitalomkostninger, som er anført i Ecorys' skøn.

(86) Ecorys' generelle konklusion er således, at det ikke forekommer at være sandsynligt, at de investeringer, der blev foretaget i 2000 og 2004, ville være blevet foretaget af en fornuftig privat investor, der opererer på markedsøkonomiske vilkår. Med hensyn til investeringsplanen for 2000 anslår Ecorys, at den rekonstruerede forretningsplan indebærer en negativ NNV på 9,3 mia. ESP. Det ville have været meget mere interessant for en fornuftig investor at investere på børsmarkedet. Med hensyn til investeringen i 2004 konkluderer Ecorys, at »det mest sandsynlige er, at en fornuftig investor, der opererer på markedsøkonomiske vilkår, ville have valgt ikke at færdiggøre hele Ciudad de la Luz-projektet, men derimod at anvende de seks studiescener, der allerede var blevet investeret i, eller alternativt at opgive projektet og kalkulere med tabet« ([32]). Endelig anser Ecorys det for at være usandsynligt, at en privat udlåner ville have ydet et aktionærlån eller enhver anden form for lån til projektet, da projektets likviditet var utilstrækkelig til at betale gældsforpligtelserne.

(87) Det konkluderes således, at hverken investeringerne i Ciudad de la Luz i perioden 2000-2004 eller de efterfølgende investeringer er i overensstemmelse med princippet om den private investor, der opererer på markedsøkonomiske vilkår, hvorfor disse investeringer begunstiger selskabet Ciudad de la Luz SAU. I betragtning af at investeringerne ikke er i overensstemmelse med princippet om den private investor, der opererer på markedsøkonomiske vilkår, ville en lignende investor ikke have foretaget investeringerne i 2000 og ville ikke være fortsat med at foretage disse investeringer på grundlag af 2004-forretningsplanen.

(88) Kommissionen anser følgelig den økonomiske begunstigelse for at udgøre hele investeringsbeløbet. De lån, som SPTCV ydede til Ciudad de la Luz, var underordnede lån, der altså stod opført i resultatopgørelsen på samme måde som *equity*. Som allerede anført af Kommissionen i beslutningen om at indlede proceduren, blev renten på lånene beregnet med udgangspunkt i både en fast rente og en variabel rente. Den faste rente var meget lav og ville ikke have syntes at være acceptabel for en privat udlåner, der opererede på markedsøkonomiske vilkår. Den faste del af lånet, som var optaget til en rente, der lå bemærkelsesværdig lavt, kunne i princippet være blevet kompenseret af udsigten til et passende afkast som følge af aktionærlånet, takket være den variable rente, som var knyttet til projektets rentabilitet, men det kunne ikke forholde sig således i den foreliggende sag (jf. den ovenstående begrundelse vedrørende princippet om den private investor, der opererer på markedsøkonomiske vilkår). Desuden er de finansielle omkostninger ikke medregnet i budgetteringen af fortjenesten eller i de regnskaber, som de spanske myndigheder har forelagt Kommissionen vedrørende perioden 2002-2014. Afslutningsvis var der i teorien budgetteret med en tilbagebetaling af lånene i april 2015, dvs. efter projektets afslutning (og eventuelle salg), som forventes i 2014, og dette ville en privat udlåner ikke have accepteret. I sit svar af 20. april 2009 vedrørende beslutningen om at indlede proceduren forklarede de spanske myndigheder, at disse lån fra et økonomisk synspunkt skulle betragtes som kapitalindsprøjtninger, da udlåneren og aktionæren er en og samme enhed (dvs. SPTCV). Da ingen af de lån, der blev udbetalt i 2005, 2007, 2008 og 2009, er blevet (hverken helt eller delvist) tilbagebetalt, og da låntageren ikke har betalt renter af disse lån, skal lånene de facto anses for at være en *equity investment*. Ifølge de spanske myndigheders oplysninger, der blev fremlagt i april 2012, udgjorde de i alt 265 089 599 EUR ved udgangen af 2010 ([33]).

Selektivitet

(89) Støtten er ligeledes selektiv, da de fordele, der opnås som følge heraf, udelukkende begunstiger de virksomheder, der er aktører i branchen, og i virkeligheden kun nogle af disse virksomheder.

Statsmidler

(90) Kommissionen anfører, at Generalitat Valenciana har finansieret investeringen gennem SPTCV som investeringslokomotiv, og som Generalitat Valenciana ejer 100 %, og at de undersøgelser, der resulterede i den

([31]) Ecorys, *Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz* (undersøgelse vedrørende anvendelsen af princippet om den private investor, der opererer på markedsøkonomiske vilkår, på den offentlige investering i Ciudad de la Luz), den 19. juli 2011.

([32]) Side 30 og 39 i Ecorys-rapporten.

([33]) Som anført i betragtning 29 og 53. Når lån betegnes som *equity investment*, tages der ikke højde for renterne.

offentlige investering i Ciudad de la Luz, blev gennemført af Generalitat Valenciana. Disse investeringer kan derfor betegnes som statsmidler.

Konkurrencefordrejning

(91) Hvis statsstøtte styrker en virksomheds stilling i forhold til andre konkurrenter, må det konkluderes, at disse konkurrenter bliver berørt af støtten. Den støtte, der er blevet ydet, styrker Ciudad de la Luz' stilling i forhold til andre konkurrenter, idet den gør det muligt for Ciudad de la Luz at markedsføre sig inden for filmstudiebranchen. Konkurrencen mellem de virksomheder, der bliver begunstiget af foranstaltningen, og dem, der ikke bliver det, bliver fordrejet. Såfremt det antages, at der ikke bliver ydet støtte til filmproduktionen i andre medlemsstater, hvor der findes andre filmstudier, er dette ikke et argument, som kan fremføres med henblik på at afvise, at støtten fordrejer konkurrencen. En foranstaltning kan ikke undgå at blive betegnet som statsstøtte alene med den begrundelse, at andre medlemsstater har fået lov til at iværksætte deres egne konkurrencefordrejende foranstaltninger. Der kan ikke være tale om en »kompensation« af denne art i forbindelse med undersøgelsen af de vilkår, der vedrører konkurrencefordrejningen.

Påvirkning af samhandelen

(92) Kommissionen er afslutningsvis af den opfattelse, at den pågældende foranstaltning påvirker samhandelen mellem medlemsstaterne. Filmstudierne udbyder deres faciliteter på verdensplan. Filmproducenterne forhandler regelmæssigt priser og betingelser med en række filmstudier i forskellige medlemsstater. Kommissionen har i Spanien og andre medlemsstater givet tilladelse til støtteordninger, hvorigennem der ydes støtte til produktionen af audiovisuelle værker, og som derfor indirekte fremmer anvendelsen af de nationale tekniske faciliteter, der tilbydes af filmstudierne. Ikke desto mindre udelukkes støttetilskud til specifikke produktionsaktiviteter, herunder anvendelsen af filmstudier, i det fjerde kriterium i meddelelsen om biograffilm (2001).

Konklusion

(93) På baggrund af det ovenstående er det Kommissionens opfattelse, at Ciudad de la Luz selektivt bliver økonomisk begunstiget i forbindelse med projektet. Projektet finansieres med statsmidler, fordrejer konkurrencen og påvirker samhandelen mellem medlemsstaterne. Kommissionen mener derfor, at den meddelte foranstaltning udgør statsstøtte efter artikel 107, stk. 1, i TEUF.

Forenelighed

(94) Det påhviler først og fremmest Kommissionen at garantere, at støtten ikke er i strid med bestemmelserne i TEUF inden for andre områder end statsstøtte. I den foreliggende sag skal Kommissionens vurdering forstås med forbehold af enhver anden konklusion vedrørende foreneligheden med lovgivningen om offentlige kontrakter i EU. Støtten består ikke af andre elementer, som ville kunne udgøre et problem i forbindelse med princippet om støttens generelle lovlighed.

(95) I beslutningen om at indlede proceduren er det som subsidiært argument i tilfælde af, at Kommissionen vurderede, at de pågældende foranstaltninger udgør statsstøtte, anført, at de spanske myndigheder har påstået, at foranstaltninger af denne art er forenelige med artikel 107, stk. 3, da de udgør støtte med regionalt sigte og støtte til fremme af kulturen.

Støtte med regionalt sigte

(96) Støtten med regionalt sigte i forbindelse med opførelsen af Ciudad de la Luz kan begrundes med, at investeringen foretages i et støtteberettiget område. De spanske myndigheder har erindret om, at det i henhold til de bestemmelser om støtte med regionalt sigte, der var gældende på det tidspunkt, hvor den oprindelige investeringsbeslutning blev truffet, nemlig i perioden 2000-2006, var tilladt med en støtteintensitet på 36 %.

(97) Da det drejer sig om en uanmeldt støtte, finder retningslinjerne om statsstøtte med regionalt sigte for anvendelse for perioden 2000-2006 ([34]). Følgende fastslås i punkt 4.2 i disse retningslinjer: »For at sikre, at de støttede produktive investeringer er rentable og sunde, skal støttemodtagerens bidrag til investeringernes finansiering mindst udgøre 25 %". I fodnoten på side 20 i retningslinjerne præciseres det, at der ikke må gives nogen form for støtte til dette minimumsbidrag på 25 %. Selv om der indledningsvis var en privat investor, som ejede 25 % af indskudskapitalen på 600 000 EUR, var denne investor projektets administrationsselskab, som til gengæld modtog honorarer af en vis størrelse og ikke foretog andre investeringer i projektet, som svarede til hovedparten af den offentlige investering i projektet. Den første investering kan derfor ikke betragtes isoleret i forhold til den offentlige investering, da det ikke er en uafhængig investering. Desuden overtog SPTCV i juli 2004 den private investor, hvorved selskabets andel faldt til 0,2 %.

(98) De spanske myndigheder har påstået, at SPTCV's egen investering på 25 % kunne anses for at udgøre støttemodtagerens bidrag. Kommissionen skønner, at der med dette synspunkt, hvorefter 25 % af investeringen foretages af et offentligt ejet organ, der ikke handler på samme måde, som en privat investor ville have gjort (jf. ovenstående afsnit V, underafsnit »Økonomisk begunstigelse«), og de resterende 75 % også hidrører fra statslige midler, ikke sikres, at den produktive investering, der støttes, er rentabel og sund.

([34]) EUT C 74 af 10.3.1998, s. 9.

(99) Da investeringen i Ciudad de la Luz er 100 % finansieret med offentlige midler fra SPTCV, er denne betingelse ikke opfyldt.

Sektorstøtte til den audiovisuelle sektor

(100) I visse situationer har Kommissionen givet tilladelse til støtte til den audiovisuelle sektor i overensstemmelse med artikel 107, stk. 3, litra c), under hensyntagen til de kulturelle aspekter, der er omhandlet i artikel 167 i TEUF. Den kulturelle undtagelse kan gøres gældende i forening med andre forenelige retsgrundlag, som f.eks. støtten til visse økonomiske aktiviteter, jf. artikel 107, stk. 3, litra c), i TEUF ([35]). På baggrund af bemærkningerne fra de interesserede parter berører vi i det følgende spørgsmålet om det ovennævnte retsgrundlag, selv om de spanske myndigheder ikke har anmodet herom.

(101) Vurderingen i henhold til artikel 107, stk. 3, litra c), i TEUF foretages ved at gennemføre en efterprøvning i tre faser, hvor fordele og ulemper ved den pågældende foranstaltning afvejes.

(102) På baggrund af denne afvejning vurderer Kommissionen de følgende aspekter:

a) Iværksættes støtteforanstaltningen for at virkeliggøre et veldefineret mål af fælles interesse (dvs. er formålet at afhjælpe et markedssvigt eller at nå et andet mål?)

b) Er støtten velegnet til at virkeliggøre målet af fælles interesse? Herunder ønskes følgende især fastslået:

i) Udgør støtteforanstaltningen et velegnet instrument, eller findes der andre mere passende instrumenter?

ii) Indebærer støtten et incitament, dvs. medfører støtten en ændring af virksomhedernes adfærd?

iii) Er støtteforanstaltningen rimelig, altså kunne samme adfærdsændring opnås ved hjælp af mindre støtte?

c) Påvirkes samhandelen kun i ringe grad, og sker der kun en ringe fordrejning af konkurrencen, således at balancen overordnet set er positiv?

Foranstaltningens formål

(103) »Markedssvigt« henviser til en situation, hvor markedsudbyttet ikke resulterer i den størst mulige samfundsmæssige velfærd. Et ineffektivt markedsudbytte kan forekomme i forbindelse med de såkaldte offentlige goder eller *samfundsgoder* ([36]). Disse goder resulterer i positive eksterne virkninger, når den samfundsmæssige nytteværdi overstiger den individuelle nytteværdi. Som følge heraf ligger udbuddet under det optimale niveau, hvilket samtidig begrunder den offentlige intervention (og eventuelt de offentlige tilskud).

(104) I Den Europæiske Union er der et meget konkurrencepræget marked med en række store filmstudier som aktører. Med hensyn til de store filmproduktioner bliver de europæiske studier desuden udsat for en skarp konkurrence fra studier uden for Unionen. Umiddelbart foreligger der således ikke veldokumenterede beviser for markedssvigt som følge af et utilstrækkeligt udbud og høje omkostninger for dem, som ønsker at komme ind på markedet. I deres svar på beslutningen om at indlede proceduren påstår filmfolkene, at Spanien ikke rådede over tilsvarende faciliteter af høj kvalitet, før Ciudad de la Luz blev opført. De valencianske filmfolk anførte konkret, at den korte afstand til filmstudierne gjorde det muligt for dem at mindske produktionsomkostningerne (lavere transportomkostninger, andre tjenesteydelser, der er nødvendige for filmproduktion, i nærheden osv.).

(105) Det forhold, at de nationale filmproducenter bliver begunstiget af Ciudad de la Luz er imidlertid ikke tilstrækkeligt til at påvise, at der er tale om et »markedssvigt« som defineret i det ovenstående. For det første ville det være i strid med det mål, som de spanske myndigheder har erklæret, hvis Ciudad de la Luz blev anset for at afhjælpe et markedssvigt med hensyn til den lokale filmproduktion i Spanien. I rapporten udarbejdet af Consultia i 2004 vurderes det, at de lokale studier udelukkende er »indirekte« konkurrenter, mens Ciudad de la Luz vil konkurrere om at skaffe de store filmproduktioner til huse.

([35]) Jf. især afgørelse NN 84/2004 af 22. marts 2006, Frankrig — støtteordninger til filmproduktion og produktion inden for den audiovisuelle sektor. I denne sag godkendte Kommissionen under henvisning til artikel 107, stk. 3, litra c) og d), i TEUF efterfølgende nogle støtteforanstaltninger, som bl.a. havde til formål at støtte filmdistribution, opførelse, ombygning eller modernisering af biografsale, distribution af musikvideoer eller videoer, FoU-aktiviteter og udvikling af efterbehandlingsteknikker. Jf. også N 192/2008 af 11. april 2008, Spanien — fremme af synkronisering og undertekstning af film på baskisk.

([36]) Man taler om offentlige goder, hvis det ikke er muligt at levere en vare eller tjenesteydelse til en person uden at udelukke andre, eller hvis der ikke er konkurrence mellem forbrugerne (f.eks. vejbelysningen, vejnettet). Goder af almen interesse eller *samfundsgoder* er de varer og tjenesteydelser, som de offentlige myndigheder mener, at borgerne ikke forbruger tilstrækkeligt af, hvorfor der skal ydes tilskud til dem, eller de skal leveres gratis (f.eks. undervisning eller de offentlige biblioteker).

(106) For det andet vil man, for at påvise et markedssvigt for så vidt angår de spanske producenter, skulle vurdere, om den samfundsmæssige fordel af filmstudier som Ciudad de la Luz overstiger de omkostninger, der er forbundet hermed. Dette ville bl.a. kræve en vurdering af, om de nuværende faciliteter ikke er tilstrækkelige, dvs. om de spanske filmfolk ikke ville kunne benytte de eksisterende studier i Spanien (som f.eks. Video Planning, Cartuja Producciones og Loasur Audiovisual i Andalucía, Media Park i Cataluña, Platós Valencia i Valencia, og Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Estudios Los Ángeles og Flash Estudio i Madrid) eller i andre medlemsstater. Selv om de spanske filmproducenter anførte, at de takket være Ciudad de la Luz har opnået nogle omkostningsrelaterede fordele (uden nærmere angivelse), hævdede de ikke, at nogle lokale studier med disse faciliteter ville være af afgørende betydning for den lokale filmproduktion.

Støttens egnethed

(107) I lyset af at der ikke er tale om et markedssvigt, som er veldefineret, og som havde til formål at begrunde foranstaltningen, kan støtten heller ikke anses for at være passende eller rimelig med henblik på at afhjælpe dette svigt. Hvis formålet med filmstudiet var at fremme den lokale produktion, ville det bl.a. have været nødvendigt at sammenholde den investering, der er foretaget, med andre foranstaltninger, der fra filmproducenternes synspunkt kunne have udmøntet sig i en tilsvarende effektivitet. De spanske myndigheder har ikke foretaget en sådan sammenligning.

Fordrejning af konkurrencen og samhandelen

(108) For at kunne foretage en afvejning kræves det endvidere, at der foretages en vurdering af de negative virkninger i form af *fordrejning af konkurrencen og af samhandelen*. Da produktionen har været meget lavere end oprindelig forventet og hovedsagelig har tiltrukket lokale produktioner, må det vurderes, at de eventuelle konkurrencefordrejende virkninger af studierne i Ciudad de la Luz indtil videre har været få. Antallet af filmproduktioner fra Ciudad de la Luz er imidlertid ikke en god indikator for filmbyens eventuelle konkurrencefordrejende virkninger. Ciudad de la Luz' indtræden på det europæiske marked for filmstudier har øget markedets samlede kapacitet. I overensstemmelse med en rent grundlæggende økonomisk logik indebærer denne forøgelse, at det generelle prisniveau bliver sænket, uanset hvor mange produktioner Ciudad de la Luz vil være i stand til at tiltrække. Eftersom denne prisnedsættelse ville få indvirkning på verdensmarkedspriserne, ville den ikke kunne ses ved en sammenligning af prisfastsættelsen i henholdsvis Ciudad de la Luz og hos dennes konkurrenter. Desuden er det muligt, at opførelsen af Ciudad de la Luz vil tilskynde andre medlemsstater til at foretage tilsvarende investeringer. Endelig kan det være, at Ciudad de la Luz' position vil ændre sig med tiden som følge af filmbyens moderne faciliteter.

(109) På baggrund af det ovenstående kan foranstaltningen ikke anses for at være forenelig med bestemmelserne i artikel 107, stk. 3, litra c), da den ikke har til formål at afhjælpe et markedssvigt, men truer med at påvirke konkurrencen og samhandelen negativt.

Kulturel støtte — investering i opførelsen af studier

(110) De spanske myndigheder har ikke fremsat argumenter, der har formået at ændre Kommissionens synspunkt, som fremgår af beslutningen om at indlede proceduren, nemlig at »det vurderes, at der ikke er indeholdt noget element, der antyder, at den [kulturelle] undtagelse kan finde anvendelse på den statsstøtte, som er ydet til de anlægs- og driftsomkostninger, der vedrører et nyopført, stort filmstudiekompleks.« I beslutningen om at indlede proceduren blev det taget for givet, at studierne blev vurderet til at udgøre en »kulturel infrastruktur« som følge af deres højt specialiserede faciliteter og det forhold, at studierne er begrænset til den audiovisuelle sektor (til filmindspilninger, tv- og reklameproduktioner).

(111) For at kunne anvende den kulturelle undtagelse, der er beskrevet i artikel 107, stk. 3, litra d), i TEUF på den finansiering, der ikke er omfattet af meddelelsen om biograffilm, ville støtten ikke blot skulle have været nødvendig, rimelig og hensigtsmæssig (i overensstemmelse med artikel 107, stk. 3, litra c)), men skulle ligeledes have haft et kulturelt sigte. Da det er konkluderet, at disse betingelser ikke er opfyldt i overensstemmelse med artikel 107, stk. 3, litra c), gør det samme sig gældende med hensyn til artikel 107, stk. 3, litra d).

Kulturel støtte — incitamenter til filmproducenter

(112) Under henvisning til meddelelsen om biograffilm [37] godkendte Kommissionen i december 2008 de incitamenter, som Comunitat Valenciana havde givet filmbranchen. Alle incitamenter, som Comunitat Valenciana havde givet før dette tidspunkt, og som vedrørte filmindspilninger i Ciudad de la Luz, kan ikke anses for at være i overensstemmelse med bestemmelserne i de tilfælde, hvor støtten har været betinget af, at indspilningen skulle foregå i Ciudad de la Luz (idet dette er i strid med det fjerde kriterium i meddelelsen om biograffilm, hvorefter bonus til visse aktiviteter i forbindelse med filmproduktion ikke er tilladt).

[37] I meddelelsen om biograffilm fra 2001 fastlægges kriterierne for anvendelsen af den kulturelle undtagelse, der er beskrevet i artikel 107, stk. 3, litra d), på de støtteordninger, der har til formål at fremme produktionen af audiovisuelle værker.

(113) Afslutningsvis er det ikke nødvendigt at undersøge nærmere i den foreliggende beslutning, om der er blevet tildelt støtte til filmproducenter.

VI. **KONKLUSION**

(114) Kommissionen konstaterer, at den spanske stat har ydet statsstøtte til Ciudad de la Luz SA i strid med artikel 108, stk. 3, i TEUF. En privat investor ville ikke have foretaget en investering i Ciudad de la Luz på samme vilkår som Comunitat Valenciana. Som følge heraf konstaterer Kommissionen, at hele den offentlige investering i projektet udgør ulovlig støtte.

(115) Støttebeløbet indtil december 2010 udgør følgelig i alt 265 089 599 EUR i form af direkte offentlige investeringer i Ciudad de la Luz SA og de incitamenter, der er givet til filmproducenterne på den betingelse, at indspilningerne foregik i Ciudad de la Luz.

(116) I overensstemmelse med TEUF og Domstolens faste retspraksis er Kommissionen, når den fastslår en støtteordnings uforenelighed med det indre marked, beføjet til at bestemme, at den pågældende stat skal ophæve eller ændre ordningen ([38]). I henhold til Domstolens faste praksis er formålet med at pålægge en stat at ophæve eller ændre støtteordninger, som Kommissionen har fundet uforenelige med det indre marked, at genoprette den oprindelige situation ([39]). Domstolen har i den forbindelse slået fast, at dette mål er nået, når modtageren har tilbagebetalt de beløb, der blev ydet i form af ulovlig støtte, og dermed mister den fordel, vedkommende havde i forhold til sine konkurrenter på markedet, og situationen forud for støtten er genoprettet ([40]).

(117) I overensstemmelse med ovennævnte retspraksis fastslås følgende i artikel 14 i Rådets forordning (EF) nr. 659/1999 ([41]): »I negative beslutninger om ulovlig støtte bestemmer Kommissionen, at den pågældende medlemsstat skal træffe alle nødvendige foranstaltninger til at kræve støtten tilbagebetalt fra støttemodtageren.«

VEDTAGET FØLGENDE BESLUTNING:

Artikel 1

Indskudskapitalen og udvidelserne af selskabskapitalen på 94 459 719 EUR, de til Ciudad de la Luz bevilgede grunde til en værdi af 9 800 040 EUR, aktionærlånene på 115 mio. EUR, de konvertible lån, som er optaget siden 2008 for et samlet beløb på 45 829 840 EUR, og som Spanien på ulovlig vis har ydet til Ciudad de la Luz SA frem til den 31. december 2010, samt alle de incitamenter, der er givet til filmproducenter mod at foretage indspilningerne i Ciudad de la Luz, udgør statsstøtte, som er uforenelig med det indre marked, idet de er i strid med bestemmelserne i artikel 108, stk. 3 i TEUF.

Artikel 2

1. Spanien tilbagesøger den i artikel 1 omhandlede uforenelige støtte fra støttemodtageren.

2. De beløb, der skal tilbagesøges, pålægges renter fra det tidspunkt, hvor de blev udbetalt til støttemodtageren, og frem til tilbagebetalingen.

3. Renterne beregnes i henhold til kapitel V i Rådets forordning (EF) nr. 794/2004 ([42]).

4. Spanien indstiller alle udestående betalinger af den i artikel 1 omhandlede støtte med virkning fra datoen for vedtagelsen af denne afgørelse.

Artikel 3

1. Tilbagesøgningen af den i artikel 1 omhandlede støtte iværksættes omgående og effektivt.

2. Spanien sikrer, at nærværende afgørelse efterkommes senest fire måneder efter meddelelsestidspunktet.

Artikel 4

1. Senest to måneder efter datoen for denne afgørelses meddelelse fremsender Spanien følgende oplysninger:

a) det samlede beløb (hovedstol og renter), som hver enkelt støttemodtager skal tilbagebetale

b) en detaljeret beskrivelse af de foranstaltninger, der er truffet eller planlagt for at efterkomme denne afgørelse

c) dokumentation for, at støttemodtageren har fået påbud om at tilbagebetale støtten.

2. Spanien holder løbende Kommissionen orienteret om de nationale foranstaltninger, der træffes for at efterkomme denne beslutning, indtil den i artikel 1 omhandlede støtte er fuldt tilbagebetalt. Spanien indsender på Kommissionens anmodning straks oplysninger om de foranstaltninger, der allerede er truffet eller er planlagt for at efterkomme beslutningen. Spanien fremsender endvidere detaljerede oplysninger om de støttebeløb og de renter, støttemodtageren allerede har tilbagebetalt.

([38]) Sag C-70/72, Kommissionen mod Tyskland, præmis 13.
([39]) Forenede sager C-278/92, C-279/92 og C-280/92, Spanien mod Kommissionen, præmis 75.
([40]) Sag C-75/97, Belgien mod Kommissionen, præmis 64-65.
([41]) EFT L 83 af 27.3.1999, s. 1.
([42]) EUT L 125 af 28.4.2004, s. 4.

Artikel 5

Denne beslutning er rettet til Kongeriget Spanien.

Udfærdiget i Bruxelles, den 8. maj 2012.

På Kommissionens vegne
Joaquín ALMUNIA
Næstformand

BILAG A

Oplysninger om modtaget støtte, endnu ikke tilbagebetalt støtte og allerede tilbagebetalt støtte

Støttemodtagerens identitet	Samlet støtte udbetalt i henhold til ordningen (*)	Samlet støtte, der skal tilbagebetales (*) (hovedstol)	Tilbagebetalt beløb, i alt (*)	
			Hovedstol	Renter

(*) Angivet i mio. i national valuta.

BILAG I

Ciudad de la Luz (CDL) — Metode til korrekt beregning af kapitalomkostningen i de budgetmæssige investeringsbeslutninger — juli 2009

Formål

Formålet med nærværende rapport er at fastslå, om investeringen i projektet vedrørende etablering af virksomheden Ciudad De la Luz (CDL) kan anses for statsstøtte. I henhold til det markedsøkonomiske investorprincip anses den foretagne investering for statsstøtte, hvis den modydelse, som staten forventer at modtage, er lavere end det beløb, en privat investor ville have krævet under de for det konkrete projekt foreliggende omstændigheder.

En privat kapitalinvestor [1] ville have været villig til at investere i CDL-projektet, hvis den forventede interne [2] afkastningsgrad var lig med eller større end selskabskapitalens offeromkostning [3] (dvs. end det afkast, han ville kunne opnå ved et tilsvarende projekt).

I den følgende analyse anvendes Capital Asset Pricing-modellen til at beregne kapitalomkostningen. Det er denne variabel, der gør det muligt at fastslå, om en privat investor ville have besluttet sig for at investere i CDL-projektet.

I det følgende vil det fundne interval for variablen blive sammenlignet med de ex post resultater, der er fundet på baggrund af et repræsentativt udsnit af konkurrenter til CDL-projektet. Det er denne tilgangsvinkel, som konsulentvirksomheden LECG anvender i sin rapport, dvs. at den benytter ex post resultaterne til at opstille et sammenligningsgrundlag for kapitalens offeromkostning ved denne type projekter. Som det vil fremgå nedenfor, er den af LECG valgte metode med ex post resultater ikke den mest hensigtsmæssige til opstilling af et sammenligningsgrundlag. Hvad vigtigere er, udgør enhver indikator fra ex post resultaterne en utilstrækkelig proxyvariabel for det krævede ex ante afkast.

Vi når frem til den konklusion, at kapitalens offeromkostning for dette projekt ville andrage ca. 14,91 %. Følgelig ville en privat investor kræve en intern afkastningsgrad på mere end 14,91 %. Ifølge den forretningsplan, som CDL fremlagde i 2004 (og som udgør de nyeste finansielle oplysninger, hvorpå nærværende projekt er baseret), androg den interne afkastningsgrad for investeringen i CDL 5,74 % [4].

En privat investor ville således ikke have investeret i CDL-projektet, idet projektets interne afkastningsgrad er lavere end kapitalens offeromkostning.

Kapitalomkostning [5]

Kapitalomkostningen er udtryk for den laveste afkastningsgrad, som CDL-projektet må tilbyde sine kapitalejere i kompensation for:

— den tidsmæssige værdi af pengene

— risikoen ved at investere i CDL-projektet.

Det er vigtigt at understrege, at afkastningsgraden i dette tilfælde er udtryk for en forventet fremtidig rentabilitet og ikke en historisk rentabilitet. Kapitalomkostningen afspejler kapitalejernes alternative omkostning ved at investere i virksomheder eller projekter, der repræsenterer samme finansielle og erhvervsmæssige risiko (eller et tilsvarende risikoniveau) som det projekt, der er genstand for undersøgelsen.

I det følgende anvendes en metode til fastsættelse af kapitalomkostningen, som nyder udbredt anerkendelse, nærmere bestemt capital asset pricing-modellen:

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

Hvor:

— K_e er kapitalomkostningen for selskabskapitalen, udtrykt i procent

— R_f er den risikofri rente, udtrykt i procent

— $(R_m - R_f)$ er markedsrisikopræmien, udtrykt i procent

— ß er »Beta«, som er en målestok for den (ikke-diversificerbare) systematiske risiko, der er forbundet med aktierne i CDL, og som afspejler såvel den finansielle som den erhvervsmæssige risiko.

[1] Uden gæld.
[2] Den interne afkastningsgrad svarer pr. definition til den diskonteringssats, som resulterer i en nettonutidsværdi af investeringen, der er lig nul.
[3] Brealey and Myers (2000), Principles of Corporate Finance, sjette udgave (kapitel 5, s. 100).
[4] Anvendelsen af denne reference må ikke fortolkes som et udtryk for, at dette beløb er korrekt. Det er vanskeligt at opstille nøjagtige prognoser for pengestrømmene. Det er derfor sandsynligt, at den angivne interne afkastningsgrad på 5,74 % i bedste fald er udtryk for en øvre grænse.
[5] Der henvises til tillægget for en generel definition af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, der omfatter såvel selskabskapitalen som gælden.

Hvad angår den risikofri rente, er det i henhold til markedspraksis tilrådeligt at anvende renten på de langfristede statsobligationer (almindeligvis med en løbetid på 10 år) i det land, hvor transaktionerne finder sted.

For så vidt angår risikopræmien, bør anvendes den historiske markedsrisikopræmie hen over en forholdsvis lang periode. Det er almindelig praksis at anvende differencen mellem den historiske forrentning af et diversificeret aktieindeks i det land, hvor transaktionerne finder sted, og den risikofri rente.

Anvendelse på Ciudad de la Luz-projektet

I 2004 gav de spanske 10-årige statsobligationer et gennemsnitligt årligt afkast på 4,1 % [1].

R_f = 4,1 %

Ifølge Fernández (2004) [2] ligger den historiske markedsrisikopræmie for de spanske statsobligationer (i perioden 1991-2003, hvilket svarer nogenlunde til perioden forud for denne investering) på mellem 6,8 % og 9,3 % (forskellen ligger i den anvendte metode til beregning af gennemsnittet – aritmetisk kontra geometrisk). I vores beregning af markedsrisikopræmien vil vi tage højde for dette intervals nedre grænse.

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

Endelig vil vi i forbindelse med beregningen af betaværdien anvende offentligt tilgængelige oplysninger om virksomheder, som de spanske myndigheder har identificeret som direkte konkurrenter til CDL.

I 2001 udarbejdede KBC Securities en rapport, som indeholdt de nødvendige oplysninger til beregning af nettonutidsværdien af en 10-årig investering i koncernen **Grupo Carrere**. Det bemærkes, at såvel datoen som tilbagebetalingsperioden for investeringen stort set er identisk med den foreliggende sag. Den i KBC-rapporten anvendte diskonteringssats var på 12 %, mens betaværdien blev fundet til at være 1,8. I betragtning af at **Carreres** finansielle risikoprofil er forskellig fra CDL's risikoprofil (Carreres kapitalstruktur indbefatter gælden), er det nødvendigt at justere denne værdi og beregne betaværdien uden at tage højde for gælden, således at den erhvervsmæssige risikoprofil isoleres. Formlen, som gør det muligt at finde betaværdien eksklusive gæld, er følgende:

$\text{Beta}_{\text{Uden gæld}} = \text{Beta}_{\text{Med gæld}}/[1 + (1 - T)\ D/E]$

hvor T er den gældende skattesats. Skattesatsen i Frankrig, hvor Carrere har hovedsæde, ligger på ca. 33 %, og oplysningerne om gældsraten kan findes i KBC's oprindelige rapport. På tidspunktet for aktieemissionen udgjorde gældsraten 10 %. Denne værdi bekræftes af oplysningerne fra Bloomberg.

Ved at anvende disse værdier til de forskellige parametre findes følgende værdi for beta uden gæld:

$\text{Beta}_{\text{Uden gæld}} = 1{,}68$

I Tyskland foretog Der Spezialist fur Finanzaktien i 2008 en tilsvarende analyse for virksomheden **Studio Babelsberg**, som de spanske myndigheder ligeledes har identificeret som direkte konkurrent til CDL. I pågældende rapport anvendtes den hypotese, at kapitalomkostningen lå på 12 %, og der blev fundet en betaværdi på 1,5. På tidspunktet for rapportens offentliggørelse havde **Studio Babelsberg** ingen gæld, hvilket betyder, at dens kapitalstruktur var identisk med CDL's. Derfor er det i dette tilfælde ikke nødvendigt at foretage nogen justering af beta.

Disse beviser, som hidrører fra detaljerede rapporter vedrørende to direkte konkurrenter, indikerer, at den anvendelige beta for CDL (som minimum) ligger i området 1,5-1,68. Af de grunde, som Kommissionen tidligere har fremført, er det endvidere sandsynligt, at investeringen i CDL indebærer et højere individuelt risikoniveau. Med andre ord er den betaværdi, der skal anvendes på CDL, sandsynligvis højere end konkurrenternes.

I det følgende vil vi beregne det aritmetiske gennemsnit af disse to værdier og overføre resultatet på CDL (på trods af, at CDL sandsynligvis udviser et højere individuelt risikoniveau). Opmærksomheden henledes på, at disse data er tilvejebragt af finansanalytikere, som har foretaget en tilbundsgående analyse af Carrere og Studio Babelsberg.

Således ville den nedre grænse for en privat investors forventede afkast af investeringen være som følger:

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

Beregningen af dette tal er nyttig, idet den indebærer, at værdien af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) uden videre kan afvises, hvis den er væsentlig lavere end **14,91 %**.

Svagheder ved LECG's metode

Den beregningsmetode, som konsulentvirksomheden LECG har anvendt i sin rapport, og som resulterede i en diskonteringsgrad på 5,15 %, er behæftet med betydelige metodologiske mangler. LECG anførte, at den korrekte proxyvariabel for de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger er den forrentning af aktiverne, som én eller muligvis to konkurrenter (Pinewood og Babelsberg) har opnået.

[1] Global insight.
[2] Pablo Fernández (2004). *Market risk premium*: *required, historical and expected*, arbejdsdokument fra handelsskolen IESE.

Først og fremmest må regnskabsbegreberne vedrørende forrentning, såsom aktivernes forrentning, overordnet set ikke opfattes som en hensigtsmæssig metode til at måle det gennemsnitlige afkast, som en investor forventer at opnå. Der er mindst tre grunde hertil ([1]): Ud fra et regnskabsmæssigt synspunkt beregnes forrentningen på årsbasis, mens en fornuftig investor tager højde for rentabiliteten i hele det pågældende projekts levetid. Endvidere er de regnskabsmæssige oplysninger historiske oplysninger om virksomheden, hvorfor de er bedre egnet til at vurdere virksomhedens ex post resultater end det forventede ex ante afkast af investeringerne. Endelig er investorerne i virkeligheden ikke videre interesserede i den regnskabsmæssige indtjening, men derimod i den pengemæssige indtjening, dvs. de pengestrømme, som de opnår gennem deres investeringer.

Endvidere burde LECG have sammenlignet de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger med forrentningen af den investerede kapital og ikke med forrentningen af aktiverne. Målingen af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger omfatter den samlede kapital, dvs. både selskabskapitalen og den finansielle gæld. Ikke desto mindre omfatter passiverne i en typisk balance ikke kun selskabskapitalen og den finansielle gæld, men derimod også kortfristet gæld, dvs. gæld til leverandører. Følgelig er de samlede aktiver større end eller lig med den samlede kapital, og for et givent rentabilitetsniveau er aktivernes forrentning lavere end eller lig med forrentningen af den investerede kapital ([2]). Den variabel, som skal sammenlignes med de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, er således forrentningen af den investerede kapital og ikke forrentningen af aktiverne. Et projekt opnår en positiv værdi, hvis og kun hvis den opnåede forrentning af den investerede kapital er højere end eller lig med de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger.

Oplysninger om konkurrenterne

Inden vi påbegynder analysen af markedsoplysningerne, skal vi atter understrege, at det korrekte sammenligningsgrundlag er ex ante kapitalomkostningen. De afkastniveauer, som observeres ex post udgør kun en utilstrækkelig proxyvariabel for forventningerne ex ante, idet det opnåede ex post afkast ikke nødvendigvis er det samme som ex ante afkastkravet. Såfremt investorerne er interesserede i de historiske resultater inden for en given branche, er de nødt til at analysere forrentningen af den investerede kapital, som er en forholdsvis neutral metode til måling af ex post afkastet ud fra de forskellige virksomheders kapitalstruktur, eftersom den både omfatter kapital og gæld. I takt med at en virksomheds gældsniveau stiger, stiger også kapitalens forrentning for aktionærerne, sammenholdt med forrentningen af den investerede kapital.

I den følgende analyse undersøges data vedrørende forrentningen af den investerede kapital for en repræsentativ gruppe af konkurrenter. De pågældende data er indhentet fra flere forskellige kilder, og som det vil fremgå, afviger resultaterne ikke fra resultaterne af vores kontrolundersøgelse.

1. *Data fra AMADEUS*

AMADEUS er en komplet, paneuropæisk database med finansielle oplysninger fra mere end 11 mio. offentlige og private virksomheder i 41 lande, som er opbygget af Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing. BvD er en af de største leverandører på verdensplan af oplysninger om virksomheders balancer. Europa er den region, om hvilken der er flest tilgængelige data.

Medianen er det tal, der adskiller den øvre halvdel i et datasæt fra den nedre halvdel. Hvis de observerede værdier sorteres i op- eller nedadgående linje, er medianen den værdi, der ligger i midten af sorteringen.

Den aritmetiske middelværdi (gennemsnit) er summen af samtlige observationer divideret med antallet af observationer.

I mange fordelinger er gennemsnittet og medianen sammenfaldende. Ud fra et empirisk synspunkt kan begge metoder imidlertid udvise væsentlige forskelle, hvis den observerede fordeling på trods af et omfattende datasæt er asymmetrisk (hvis den f.eks. indeholder flere uoverensstemmende værdier, også kaldet ekstreme observationer).

De data, der fremlægges nedenfor, udviser gennemsnitsværdier, som ligger over medianen (også kaldet positiv asymmetri). Da gennemsnittet er følsomt over for uoverensstemmende værdier, vil vi koncentrere os om medianen. Der gøres opmærksom på, at denne beslutning leder til et lavere rentabilitetsniveau, end der ville være opnået, hvis man havde anvendt det aritmetiske gennemsnit.

Analyse af peer-gruppe

Ved at anvende et yderst omfattende datasæt, som dækker over alle aktiviteter under titel 921 i den statistiske nomenklatur for økonomiske aktiviteter i De Europæiske Fællesskaber (NACE) (Film og video), fremkommer der mere end 11 000 observationer for perioden 1994-2008.

	Median
Forrentning af den investerede kapital	13,56 %

([1]) 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*, nr. 1, foråret 2006.

([2]) Denne forveksling ses ofte, fordi visse forfattere i deres finansielle manualer tager udgangspunkt i en forenklet balance, som kun indeholder selskabskapitalen og den finansielle gæld, mens der ses bort fra den kortfristede gæld. I disse tilfælde er forrentningen af aktiverne faktisk lig med forrentningen af den investerede kapital. Det plejer dog ikke at være tilfældet i den virkelige verden.

Pinewood-Shepperton, Carrere-koncernen og Barrandov Studio er klassificerede under den mere specifikke 4-cifrede NACE-kode 9211 (Film- og videoproduktion). Ud over NACE-klassifikationerne tilbyder AMADEUS en mere nøjagtig definition af begrebet peer-gruppe ved at inddele virksomheder med samme NACE-kode efter størrelse. Pinewood-Shepperton, Carrere-koncernen og Barrandov Studio henhører under gruppen »meget store virksomheder« inden for NACE-kode 9211 (udtrykket »meget store« er ikke en absolut, men en relativ målestok, sammenholdt med andre virksomheder under titel 9211 i NACE). For denne gruppe på 45 sammenlignelige virksomheder er medianen [1] for perioden 2000-2006, i det omfang der findes tilgængelige data:

	Median
Forrentning af den investerede kapital	10,1 %

I AMADEUS er Studio Babelsberg klassificeret under den samme NACE-kode som de tre ovennævnte virksomheder, men den betragtes kun som en »stor virksomhed«. Peer-gruppen af »store virksomheder« under denne kode består af i alt 133 virksomheder. Medianen for denne gruppe i samme periode (2000-2006) er:

	Median
Forrentning af den investerede kapital	10,1 %

Cinecitta Studios er klassificeret under en NACE-kode for »reklamevirksomhed«, hvilket betyder, at peer-gruppen er uegnet til sammenligning. CDL blev ligeledes klassificeret under en peer-gruppe, hvis NACE-kode er 7413 (Markedsanalyser og offentlig meningsmåling), hvilket efter vores opfattelse er irrelevant for denne analyse.

2. *Data fra ORBIS* [2]

For at indhente oplysninger om de virksomheder, som nævnes i det af de spanske myndigheder fremlagte materiale, har det været nødvendigt at anvende ORBIS. I denne database fandtes tilgængelige oplysninger om følgende virksomheder:

— Pinewood Shepperton

— Studio Babelsberg

— Carrere-koncernen

— Cinecitta

— Ealing Studios

— Barrandov

— Prime Focus

— Ray Corp

— EUROPACORP.

Medianen for disse virksomheder for perioden 2002-2007 er:

	Median
Forrentning af den investerede kapital	10,82 %

Idet denne gruppe af virksomheder består af tydeligt identificerede konkurrenter, elimineres risikoen for at medregne uoverensstemmende værdier, som i virkeligheden ikke er aktive i samme segment som CDL (noget som godt kunne forekomme i forbindelse med de genererede peer-grupper i AMADEUS). Derfor angives ligeledes gennemsnittet for denne gruppe for perioden 2000-2007.

	Gennemsnit
Forrentning af den investerede kapital	12,26 %

[1] Som tidligere bemærket er medianen for denne gruppe lavere end det aritmetiske gennemsnit. Til denne analyse af sammenlignelige virksomheder giver AMADEUS os den årlige median for forrentningen af den investerede kapital for peer-gruppen i sin helhed. Med henblik på at sammenfatte de oplysninger, der er indsamlet over tid (den oplysning, der fremgår af teksten), har man beregnet »medianen af de årlige medianer«.

[2] ORBIS er en verdensomspændende database med oplysninger om mere end 50 mio. virksomheder over hele kloden (Bureau van Dijk Electronic Publishing).

Konklusion

Gennem vores analyse finder vi en offeromkostning for kapitalen på 14,91 % i forbindelse med investeringen i CDL. Hvis vi godtager den af CDL fremlagte forretningsplan for 2004 samt konsulentvirksomheden LECG's analyse, vil den interne afkastningsgrad for dette projekt være 5,74 %. Vi skal imidlertid henlede opmærksomheden på, at de i forretningsplanerne for 2004 forventede pengestrømme er ugrundet optimistiske, navnlig i betragtning af virksomhedens faktiske tab i perioden 2002-2004 [1]. Ud fra de foreliggende oplysninger kan vi antage, at de i forretningsplanen for 2004 forventede pengestrømme repræsenterede en øvre grænse.

Som nævnt i indledningen vil en investor kun investere i et projekt, hvis han har udsigt til en intern afkastningsgrad, som er højere end kapitalens offeromkostning. Derfor ville en investor i CDL-projektet have krævet en meget høj intern afkastningsgrad (dvs. som minimum 14,91 %) for at investere i projektet. Vi kan således konkludere, at investeringen i CDL ikke opfyldte det markedsøkonomiske investorprincip.

Med en vægtet gennemsnitlig kapitalomkostning på 14,91 % og en forudsætning om, at forventningerne til pengestrømmene i 2004 repræsenterede en øvre grænse, beregner vi projektets nettonutidsværdi som summen af de tilbagediskonterede pengestrømme. Hvis vi tager udgangspunkt i de oplysninger, som de spanske myndigheder har fremlagt, viser det sig, at investeringen på 199 mio. er summen af pengestrømme i perioden 2005-2007. Pengestrømmen i den sidste periode omfatter scrapværdien, som beregnes ved hjælp af modellen for diskontering af dividende:

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

Hvor D_t repræsenterer den dividende, der skal udbetales i år t, g er dividendens vækststhastighed, og r er diskonteringssatsen.

Denne formel er særlig følsom over for parametrene D_t og g. Beregningen af nøjagtige værdier for D_t og g ligger uden for denne rapports formål. Derfor anvender vi som sammenligningsgrundlag de værdier, som de spanske myndigheder har fremlagt, dvs. D_t = 8 651 (pengestrømmen i den sidste periode) og g = 2,553 % (inflationsraten). Vi vil imidlertid anvende vores estimerede diskonteringssats på 14,91 %. På baggrund af værdierne i disse parametre genererer projektet en negativ nettonutidsværdi på -131,65 mio.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Pengestrøm	– 884	– 1 792	– 2 601	– 118 177	– 55 813	– 25 088	4 462
Diskontering	(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
Tilbagediskonteret pengestrøm	**– 1 167,26**	**– 2 059,19**	**– 2 601,00**	**– 102 843,09**	**– 42 268,78**	**– 16 534,56**	**2 559,16**

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

Bemærkninger til den senest fremlagte rapport (25. marts)

Den rapport, der blev fremsendt den 25. marts, savner metodologisk strenghed, og den indeholder et antal vidtgående påstande, som i bedste fald er ubegrundede. Det anføres, at:

[1] *Kilde*: ORBIS's virksomhedsrapport.

(…) »Der anvendes forskellige modeller til beregning af denne rentabilitet og ikke mindst den risikopræmie, som en privat investor ville kræve af et projekt. Den mest udbredte model er Capital Asset Pricing-modellen. Hvis denne model eksempelvis anvendes på det foreliggende tilfælde, ville en privat investor »kræve« en risikopræmie (ikke en afkastningsgrad) på 3,75 % i 2000 og 2,07 % i 2004«.

Samtidig fremlægges nedenstående tabel:

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 %

Med andre ord anføres det i den fremlagte rapport, at CDL's beta er ß = 0,395. Der er tale om en ubegrundet formodning, som ikke underbygges af nogen pålidelige eller kontrollérbare data. Den kan heller ikke retfærdiggøres ud fra almindelig sund fornuft.

Nedenfor fremlægges en ordret citering af Brealey & Myers, som var den centrale reference i den af konsulentvirksomheden LECG fremlagte rapport.

»(…) betaværdien måler en værdis følsomhed over for markedssvingningerne. Aktier med en betaværdi på over 1,0 har tendens til at forstærke de globale markedsbevægelser. Aktier med en betaværdi på mellem 0 og 1,0 har tendens til at følge markedet, om end i mindre omfang. Markedet er »porteføljen af samtlige aktier«, hvorfor en »gennemsnitlig« aktie har en betaværdi på 1,0.« (kapitel 7, s. 174).

Med andre ord er de aktier, som har en højere betaværdi, forbundet med en større ustabilitet, og dermed også en øget risiko.

Risikoen ved at investere i CDL er mindst lige så høj som ved at investere i CDL's etablerede konkurrenter, hvis betaværdier er væsentligt højere end 1 (jf. de af KBC Securities og Spezialist fur Finanzaktien udførte analyser).

Endelig virker det, for så vidt angår den risikofri rente, yderst opportunistisk at henvise til den igangværende økonomiske krise — en midlertidig situation — i forbindelse med afvisningen af den af Kommissionen valgte værdi, som svarer til den risikofri rente i den periode, hvor investeringen i CDL-projektet fandt sted.

Tillæg

For at finansiere et projekt skal investorerne investere kapital. Denne kapital er forbundet med en omkostning, som kaldes kapitalomkostning.

Kapitalen hidrører almindeligvis fra to store kilder:

— Selskabskapital (E)

— Finansiel kapital (gæld) (D)

Summen af selskabskapital og gæld er den samlede kapital (C), udtrykt i euro. Hver af disse to kapitalkilder har en bestemt omkostning. Følgende benævnelser anvendes:

— K_e er kapitalomkostningen for selskabskapitalen, udtrykt i procent

— K_d er kapitalomkostningen for den finansielle kapital (dvs. gælden), udtrykt i procent.

De samlede kapitalomkostninger er således de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, hvor der tages hensyn til selskabskapitalens og gældens procentvise andele. Hermed opnås følgende:

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

Opmærksomheden henledes desuden på, at K_d og K_e afspejler de forventede, og ikke de historiske omkostninger for den finansielle kapital og selskabskapitalen.

Hvis der tages hensyn til de skattemæssige fordele ved finansiering gennem gæld, og hvis det forudsættes, at T er den gældende skattesats for CDL-projektet, opnås følgende:

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

I det konkrete tilfælde med CDL-projektet nævnes der intet om gælden i forretningsplanen for år 2000. Eftersom projektet er 100 % finansieret gennem selskabskapital opnås følgende:

$$WACC = K_e$$

BILAG II

[Tilpasning af dokumentet fra marts 2010]

Svar på rapport udarbejdet af konsulentvirksomheden LECG og fremlagt den 19. oktober 2009

Konsulentvirksomheden LECG's besvarelse af den af Kommissionens tjenestegrene udførte analyse er centreret omkring fire punkter:

1) En angiveligt fejlagtig anvendelse af Capital Asset Pricing-modellen (CAPM).

   Selv om LECG accepterer, at det er korrekt at foretage en analyse på grundlag af Capital Asset Pricing-modellen, betvivler virksomheden værdierne i de parametre, som anvendes af Generaldirektoratet for Konkurrence. Nærmere bestemt anfører LECG, at:

   — markedsrisikopræmien bør være lavere

   — betaværdierne bør ligeledes være lavere.

2) Kommissionens tjenestegrene burde ikke kun have taget udgangspunkt i den af Consultia IT udarbejdede forretningsplan, men burde med henblik på at fastsætte et egnet sammenligningsgrundlag desuden have anvendt den af Arthur Andersen udarbejdede forretningsplan for år 2000.

3) Kommissionens tjenestegrene benyttede ikke de korrekte finansielle nøgletal ved beregningen af den forventede forrentning af Ciudad de la Luz-projektet (CDL-projektet).

4) Kommissionens tjenestegrene tog heller ikke højde for de forventede indtægter fra opførelsen af hoteller og kontorlokaler.

1. Parametre i Capital Asset Pricing-modellen (CAPM)

1.1. *Markedsrisikopræmie*

Konsulentvirksomheden LECG betvivler vores beslutning om, på baggrund af Fernández (2004), at anvende historiske data vedrørende præmierne i forbindelse med beregningen af markedsrisikopræmien i Spanien for 2000 og 2004. I stedet foreslår konsulentvirksomheden at anvende oplysningerne i en nyere artikel af samme forfatter ([1]).

Som det vil fremgå nedenfor, er henvisningerne til denne artikel i LECG's rapport yderst selektive.

LECG anfører i sin rapport, at den krævede præmie bør anvendes i stedet for den historiske præmie. Ikke desto mindre bemærker Fernández (2009) følgende:

»Det kan nemt konkluderes, at der ikke findes nogen nøjagtig beregning af markedsrisikopræmien, som er alment accepteret, og at der heller ikke findes en almindeligt udbredt metode til at beregne denne præmie. (…)

Anbefalingerne vedrørende markedsrisikopræmien i 150 lærebøger om finansiering og værdiansættelse, udgivet i perioden 1979-2009, svinger mellem 3 % og 10 %. Adskillige af disse bøger anvender forskellige risikopræmier på forskellige sider, og størstedelen af dem sondrer ikke mellem de fire begreber, der betegner udtrykket »markedsrisikopræmie«: den historiske risikopræmie, den forventede risikopræmie, den krævede risikopræmie og den implicitte risikopræmie. (…)

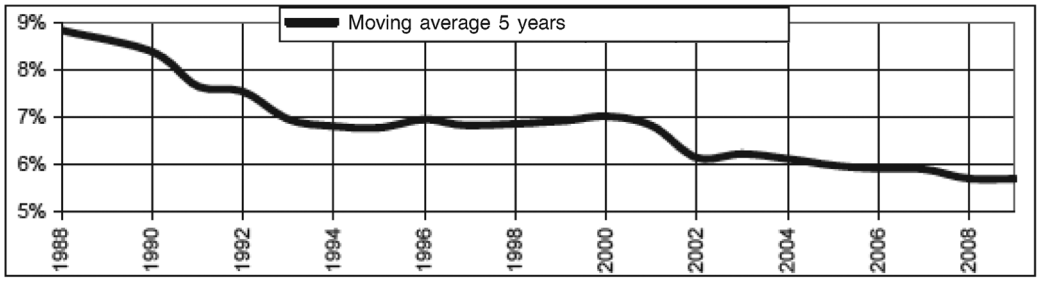
I 129 af disse bøger anses den forventede risikopræmie og den krævede risikopræmie for synonyme begreber, og i 82 sondres der ikke mellem den forventede risikopræmie og den historiske risikopræmie.«

Hvad angår den konkrete værdi, foreslår LECG endvidere i sin rapport, at der anvendes en markedsrisikopræmie, som for nylig er blevet præsenteret af Fernández (2009). Han anbefaler, at der anvendes en krævet risikopræmie i intervallet mellem 3,8 % og 4,3 %. Der er som minimum to grunde til, at denne model ikke kan anvendes til vores formål. For det første er den behæftet med væsentlige begrænsninger, idet der er tale om et subjektivt skøn foretaget af én person. Det bør tages i betragtning, at Fernández ligeledes fremlægger en gennemsnitlig værdi, som er fundet på baggrund af 150 lærebøger (se nedenstående graf). For det andet, og hvad vigtigere er, udgør den nævnte forfatters anbefaling om at anvende en værdi i området mellem 3,8 % og 4,3 % en beregning af den *aktuelle risikopræmie, og ikke den, der blev målt i 2000 og 2004*. Værdierne i de parametre, der anvendes i Capital

([1]) Pablo Fernández (2009): »The Equity Premium in 150 Textbooks«, arbejdsdokument fra handelsskolen IESE.

Asset Pricing-modellen, skal være nutidsværdier pr. den dato, hvor forretningsbeslutningen blev truffet (dvs. ex ante, og ikke ex post). Den korrekte risikopræmie er med andre ord den, der blev målt i 2000 (eller i 2004), og ikke i 2009. I denne henseende tilbyder artiklen fra Fernández (2009) *rent faktisk* nogle alment accepterede beregninger af den krævede risikopræmie i 2000 og 2004. Nærmere bestemt overstiger værdien af den krævede risikopræmie i 2004 6 %, mens den i 2000 ligger i omegnen af 7 %. Vores beregning, som er foretaget inden udgivelsen af den nævnte artikel, var korrekt og lå inden for dette interval, nemlig på 6,8 %.

»Nedenstående graf viser udviklingen (i de seneste fem år) i det løbende gennemsnit af den krævede risikopræmie, som anvendes eller anbefales i 150 lærebøger om finansiering og værdiansættelse«.



1.2. *Beta*

For så vidt angår betaværdierne, sår LECG i sin rapport tvivl om anvendelsen af beregninger udført af private virksomheder med speciale i værdiansættelse. Nedenfor anføres links til de analyser, som vi henviser til:

Carrere (de anvendte oplysninger kan findes på side 5 i følgende rapport):

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

Studio Babelsberg (jf. s. 10)

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

Efter vores opfattelse vil en privat investor netop konsultere disse kilder i sin søgen efter oplysninger, der kan belyse betaens ex ante værdi. Disse analytikere har det fornødne specifikke kendskab til at kunne vurdere ex ante værdiansættelserne.

I de to ovennævnte analyser vises betaværdierne for en række nære konkurrenter til Ciudad de la Luz-projektet.

Forfatteren Pablo Fernández, som citeres i vid udstrækning, om end selektivt, i LECG's rapport, har lagt en væsentlig del af sit arbejde i at påvise, at de historiske betaværdier (som dem, der foreslås af LECG) praktisk talt er uden betydning.

I sin artikel »Are calculated betas worth for anything?« (2008, arbejdsdokument fra handelsskolen IESE) fremfører Pablo Fernández vægtige argumenter mod brugen af de betaværdier, der beregnes i værdiansættelserne:

»Det skal understreges, at det almindeligvis er en alvorlig fejl at anvende den historiske beta som proxyvariabel for den forventede beta. For det første fordi det stort set er umuligt at beregne en sammenhængende beta, eftersom de historiske betaværdier varierer voldsomt fra den ene dag til den anden, for det andet fordi det meget ofte ikke er muligt med tilstrækkelig høj statistisk konfidens at fastslå, om en virksomheds beta er højere eller lavere end en anden virksomheds beta, for det tredje fordi de historiske betaværdier i mange tilfælde ikke giver tilstrækkelig mening, idet virksomheder med en høj risikoprofil ofte udviser historiske betaværdier, som er lavere end beta-værdierne for virksomheder med lav risiko, for det fjerde fordi de historiske betaværdier i vid udstrækning afhænger af det indeks, der anvendes til beregningen. (…) [1]" (vores fremhævelse).

Det tredje argument, som Fernández (2008) anfører, illustrerer ligeledes, at de af LECG forelagte betaværdier ikke kan være korrekte. Fernández anfører endvidere, at virksomheder med en høj risiko også har en høj betaværdi. Der er tale om et yderst intuitivt resultat: Den rentabilitet, der kræves af et højrisikoprojekt (som CDL-projektet), bør være højere end den, der kan opnås gennem en diversificeret aktieportefølje (såsom IBEX 35).

[1] Damodaran (Aswath Damodaran (1994), Damodaran on Valuation. New York: John Wiley and Sons) anvender den samme tilgangsvinkel ved beregningen af Disneys beta. Ved anvendelse af de daglige data opnås en beta på 1,33, mens der ved de ugentlige opnås 1,38, ved de månedlige 1,33, ved de kvartalsvise 0,44, og ved de årlige 0,77. Ses der på en treårig periode, opnås en værdi på 1,04, som stiger til 1,13, hvis perioden er på fem år, og 1,18, hvis der anvendes en 10-årig periode. Betaværdien afhænger endvidere af det aktieindeks, der anvendes som sammenligningsgrundlag. Således opnås ved anvendelse af Dow 30 en beta på 0,99, mens S&P 500 giver en beta på 1,13, og Wilshire 5000 giver en værdi på 1,05.

I en anden artikel omhandlende forholdene i Spanien (»On the instability of betas: the case of Spain«, 2008, arbejdsdokument fra handelsskolen IESE) påviser Pablo Fernández atter, at det er en alvorlig fejl at anvende betaværdier, der er beregnet ud fra historiske data, til at beregne det krævede aktieafkast.

»Der er syv grunde til, at dette er en fejl:

1. Fordi de betaværdier, der beregnes på baggrund af historiske data, varierer voldsomt fra den ene dag til den anden.

2. Fordi de beregnede betaværdier i vid udstrækning afhænger af det børsindeks, der er anvendt som markedsreference.

3. Fordi de beregnede betaværdier i vid udstrækning afhænger af den historiske periode, der er anvendt ved beregningen (fem år, tre år, osv.).

4. Fordi de beregnede betaværdier afhænger af den type afkast (månedligt, årligt osv.), der anvendes ved beregningen heraf.

5. Fordi det meget ofte er uvist, om en given virksomheds beta er højere eller lavere end en anden virksomheds beta.

6. Fordi der er lav korrelation mellem de beregnede betaværdier og aktieafkastet.

7. Fordi de ved beregningen af betaværdierne anvendte regressioners korrelationskoefficienter (og spredning) er meget lave«.

Den citerede artikel indeholder talrige eksempler, der underbygger disse syv udsagn.

2. **Relevant tidshorisont**

I vores tidligere analyse anvendte vi år 2004 som reference ved beregningen af nettonutidsværdien, da dette var året for den samlede investeringsforpligtelse på 199,4 mio. EUR. Vi ville imidlertid nemt kunne overføre vores analyse til år 2000. De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) ville være højere end i 2004 ([1]), dels fordi markedsrisikopræmien var højere (og at den ifølge de af Fernández indsamlede oplysninger skulle ligge i omegnen af 7 %, jf. afsnit 1.1), og dels fordi den risikofri rente ligeledes var højere (den lå i Spanien på 5,53 % i 2000 ([2])). Den interne afkastningsgrad (8,84 %) ville således fortsat være væsentligt lavere end kapitalomkostningen (helt nøjagtigt: WACC = 5,53 % + 1,59*7 % = 16,66 %).

Vi kan gå endnu længere og beregne projektets nettonutidsværdi i år 2000. Når der tages hensyn til alle de forbehold, som vi fremførte i vores tidligere analyse (dvs. anvendelse af pengestrømmene til deres nominelle værdi samt anvendelse af de ved beregningen af slutværdien benyttede parametre, naturligvis med undtagelse af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger), opnås følgende negative nettonutidsværdi:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Netto-nutidsværdi
Pengestrøm	– 46 479	– 69 719	9 005	12 616	6 930	7 710	68 698	
Diskontering	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	
Tilbagediskonteret pengestrøm	– 46 479	**– 59 762,56**	**6 616,67**	**7 946,13**	**3 741,50**	**3 568,16**	**27 252,87**	**– 57 116,22**

([1]) Ifølge vores beregninger lå de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger i 2004 på 14,91, når der anvendtes en risikofri rente på 4,1 % og en markedsrisikopræmie på 6,8.
([2]) Jf. OECD's statistikker.

3. **Finansielle nøgletal**

LECG er i sin rapport enig i vores synspunkt om, at Capital Asset Pricing-modellen er det korrekte instrument til vurderingen af ex ante kapitalomkostningen. Og ikke nok med det. LECG fremfører ingen argumenter, som bestrider, at forrentningen af den investerede kapital (ROCE) kan anvendes som proxyvariabel for de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC). Det er således ikke nødvendigt at gentage den argumentation, som vi allerede har fremført i vores tidligere rapport. Ikke desto mindre vil det være formålstjenstligt at minde om grundene til, at forrentningen af den investerede kapital er det mest egnede nøgletal. Idet en virksomheds økonomiske rentabilitet måles ex post gennem differencen mellem afkastet af den investerede kapital og kapitalomkostningen, må det formodes, at hvis man til beregningen af investorernes mindstekrav om afkast ønsker at anvende et sammenligningsgrundlag, som er baseret på konkurrenternes historiske data, vil den mest egnede proxyvariabel være den gennemsnitlige forrentning af den investerede kapital, som er registreret i den pågældende sektor.

4. **Udvidelse af investeringen til hoteller og kontorbygninger**

De fremførte påstande på dette punkt er baseret på nye beviser, nærmere bestemt seks vurderingsrapporter vedrørende grunde. Som indledende bemærkning skal det påpeges, at disse beviser er blevet fremført ex post, hvorfor de ikke var en del af det informationsmateriale, som de potentielle investorer på daværende tidspunkt havde til rådighed ([1]). Det skal ligeledes fremhæves, at Arthur Andersens rapport kun nævner muligheden for at opføre et hotelkompleks (i fase III) og et nærmere angivet kontorbyggeri (i fase IV). Rapporten indeholder et skøn over de omkostninger, der er forbundet med opførelsen af hotellerne og kontorlokalerne, men ikke over de dertil knyttede indtægter. Den indeholder således ikke tilstrækkelige oplysninger til at vurdere rentabiliteten af grundenes bebyggelse. Der fremlægges heller ingen forretningsplan for gennemførelsen af fase III og IV. I Consultia IT's forretningsplan findes kun en indirekte henvisning til hotellerne, idet der nævnes et område med supplerende tjenesteydelser. Derimod omtales kontorlokalerne på intet tidspunkt i forretningsplanen. Desuden tages der ikke højde for disse aktiviteter i afsnittet om økonomiske og finansielle forventninger. Med andre ord ville de private investorer ikke på noget tidspunkt være blevet præsenteret for en forretningsplan for bebyggelse af disse grunde. Dette betyder, at ex ante vurderingen af projektet kun ville kunne have været baseret på forretningsplanen for filmstudierne. Endvidere indikerer alle de relevante beviser, at den oprindelige forretningsplan ikke omfattede bebyggelse af grundene. Og ikke nok med det. I rapporten fra april 2008 bemærkede LECG udtrykkeligt i afsnit 5 (*Driftsværdien af et hotelkompleks og et handelsområde i Ciudad de la Luz*), at der ikke var foretaget nogen detaljeret analyse af investeringen i tjenesteydelsesfaciliteterne (hoteller og handelsområde) i nogen af de to forretningsplaner, fordi i) de ovennævnte tjenesteydelsesfaciliteter under alle omstændigheder først ville blive opført efter studiets opførelse, og ii) studiets rentabilitet var tilstrækkelig høj, hvorfor det på daværende tidspunkt ikke var nødvendigt at analysere de supplerende pengestrømme, som Ciudad de la Luz-projektet ville kunne generere.

Den eneste relevante oplysning til brug for vurderingen af grundene findes i de tilbud, som Ciudad de la Luz modtog i 2005 vedrørende opførelse og drift af hotellerne og et handelsområde, således som det fremgår af det tidligere nævnte afsnit 5. Dette repræsenterer en vurdering foretaget af markedet i samme periode som investeringsbeslutningen, og denne periode er tilmed præget af *boomet* på boligmarkedet. Som det vil fremgå af følgende afsnit, tilbyder EUROVAL's vurderinger ingen egnede vejledninger med hensyn til grundenes værdi.

Til beregning af nettonutidsværdien inklusive denne supplerende bebyggelse af grundene er det muligt at anvende markedsprisen (det forhold, at denne pris er relativt lav, hvilket vedkendes af de spanske myndigheder, er endnu et bevis på, at de private investorer ikke har fundet denne bebyggelse videre attraktiv).

Nedenstående tabel viser beregningerne af nettonutidsværdien inklusive bebyggelsen på grundlag af de faktisk fremsatte tilbud i 2005 (560 000 EUR om året, korrigeret for inflation, som anført af LECG). Som det kan ses, fortsætter nettonutidsværdien med at være negativ.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Pengestrøm	– 884	– 1 792	– 2 601	– 118 177	– 55 813	– 25 088	4 462
FPI, hoteller				1,000	1,021	1,042	1,064
Hoteller				560	572	584	596
I alt	– 884	– 1 792	– 2 601	– 117 617	– 55 241	– 24 504	5 058
Diskontering	(1 + WACC)^2	1 + WACC	1	1/(1 + WACC)	1/(1 + WACC)^2	1/(1 + WACC)^3	1/(1 + WACC)^4

([1]) LECG's rapport fra 25.4.2008 følger samme linje, idet det helt fra begyndelsen (starten af afsnit 2.1) bemærkes, at det relevante spørgsmål angående anvendelsen af det markedsøkonomiske investorprincip (MEIP) er følgende: »Tilbød projektet, med de på investeringstidspunktet tilgængelige oplysninger, et så stort afkast, at også en privat investor ville have besluttet sig for at gennemføre investeringen?(…) Beslutningen om investering skal analyseres ud fra et ex ante perspektiv«.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
14,91 %	1,3204	1,1491	1,0000	0,8702	0,7573	0,6591	0,5735
Tilbagedis-konteret pengestrøm	**– 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	Netto-nutids-værdi
5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	*80 447*	
1,087	1,110	1,133	1,157	1,181	1,206	
609	621	634	648	661	9 401	
6 135	7 182	7 476	8 705	8 968	89 848	
1/(1 + WACC)^5	1/(1 + WACC)^6	1/(1 + WACC)^7	1/(+ WACC)^8	1/(1+/WAC-C)^9	1/(1 + WACC)^10	
0,4991	0,4344	0,3780	0,3290	0,2863	0,2491	
3 061,91	**3 119,74**	**2 826,09**	**2 863,46**	**2 567,38**	**22 383,73**	**– 126 445,48**

Euroval udarbejdede et antal vurderingsrapporter vedrørende grunde. Disse rapporter blev bestilt af Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana, som er det selskab, der investerede i Ciudad de la Luz-projektet (CDL-projektet). Rapporterne havde til hensigt at give en objektiv vurdering af den grund, der var bestemt til opførelsen af hoteller og kontorlokaler i CDL-komplekset. Vurderingen vedrører årene 2000, 2002 og 2009. For hvert af disse år blev der foretaget en vurdering af to parceller: én til brug for opførelsen af hotelkomplekset og én til kontorbygningerne. Der blev således udarbejdet seks rapporter i alt.

Eftersom rapporterne i store træk anvender de samme metoder, vil nogle af vores bemærkninger være af generel karakter. Når der henvises til specifikke udsagn, citeres den konkrete rapport, hvori pågældende udsagn er fundet.

Nærværende notat beskriver begrænsningerne i de ovennævnte rapporter og konkluderer, at de vurderinger, der fremlægges i disse, ikke er pålidelige. Endvidere påviser notatet, at vurderingsrapporten er uforenelig med nogle af påstandene i de dokumenter, som de spanske myndigheder tidligere har fremlagt. Endelig angives den type dokumentation, der kunne have været anvendt til beregningen af grundenes værdi.

4.1. *Rapporterne*

Som det kan ses, har Euroval ikke underskrevet eller stemplet nogen af rapporterne, dvs. at der ikke findes noget bevis for, at virksomheden påtager sig noget ansvar for vurderingerne.

De spanske myndigheder hævder, at de vurderingsrapporter, der blev udarbejdet for grundene i 2000 og 2002 ikke opfylder kravene i ministeriel bekendtgørelse ECO 805/2003 vedrørende ejendomsvurdering, »fordi deres formål afviger fra bekendtgørelsens anvendelsesområde« (eksempelvis side 3 i vurderingsrapporten for kontorbygningerne vedrørende år 2000). Der gives ingen begrundelse for, hvorfor den nævnte ministerielle bekendtgørelse ikke kan finde anvendelse. Den ministerielle bekendtgørelse nævnes ligeledes i sammenhæng med lov nr. 6/1998 om ordning vedrørende arealer og vurderinger (s. 13 i ovennævnte rapport). Det hævdes, at fordi der er tale om en retrospektiv vurdering for år 2000 udført i år 2002, »har det udførende tekniske team frihed til at anvende de beregningsmæssige justeringer og forudsætninger, som det finder mest egnede til det forfulgte formål«. Det fremgår imidlertid ikke, hvilke justeringer og forudsætninger der helt konkret er tale om. Det står heller ikke klart, hvorfor den gældende lovgivning ikke finder anvendelse, navnlig med hensyn til vurderingen af grundene, og der gives heller ingen begrundelse for, hvorfor de på daværende tidspunkt gældende love ikke blev anvendt.

Rapporten med den *aktuelle* vurdering (2009) af den grund, der var bestemt til opførelse af kontorbygningerne, indeholder et endnu mere overraskende udsagn. Således hævdes det, at de anvendelige vurderingsmetoder i henhold til *den på nuværende tidspunkt gældende lovgivning* kan tilpasses, fordi: »da der er tale om en vurdering, som på det pågældende tidspunkt skal anvendes i forbindelse med indskud i form af andre værdier end kontanter,

har det udførende tekniske team frihed til at anvende de beregningsmæssige justeringer og forudsætninger, som det finder mest egnede til det forfulgte formål«. Med andre ord er det muligt at justere de vurderingsmetoder, der skal anvendes i henhold til lovgivningen, så længe vurderingen ikke skal føre til en pengetransaktion. Det betyder helt nøjagtigt, at fordi der ikke er nogen effektiv eller monetær transaktion involveret, erkender det tekniske team, at det mener at have ret til at foretage de justeringer, som det finder mest egnede til det »forfulgte formål«.

Det kan således ikke undre, at Euroval ikke officielt påtager sig noget ansvar for sine seks rapporter.

4.1.a. Rapporter vedrørende opførelsen af kontorbygninger (parcel NNT)

Rapporterne burde ligeledes have givet en tydeligere forklaring på, hvad det indebærer, at grundene er klassificeret til »tertiær brug«.

Den mest åbenlyse begrænsning i disse rapporter er måden, hvorpå de priser, der anvendes som sammenligningsgrundlag for kontorbygningerne i Ciudad de la Luz-komplekset, beregnes. På side 18 i rapporten for år 2000 opregnes ni transaktioner, inklusive den pris, der er betalt pr. kvadratmeter. Disse transaktioner fandt sted i perioden fra december 1999 til september 2000, og den gennemsnitlige kvadratmeterpris udgjorde 1 111,7 EUR. Det var denne værdi, der blev anvendt som sammenligningsgrundlag for kontorbygningerne i Ciudad de la Luz-komplekset.

Ciudad de la Luz-komplekset er beliggende i udkanten af byen Alicante, i umiddelbar nærhed af et industrikvarter. Ovennævnte ni transaktioner vedrører imidlertid kontorer (med et gennemsnitligt areal på 115,26 kvadratmeter) beliggende i de mest eksklusive forretningsgader i Alicante. Det giver ganske enkelt ingen mening at anvende disse transaktioner som sammenligningsgrundlag for de 66 576,54 m^2, som der var planer om at opføre i Ciudad de la Luz.

I rapporten benyttes det spanske forbrugerprisindeks (IPC) til at deflatere de løbende værdier. Nærmere bestemt anvendes IPC til at deflatere en løbende værdiansættelse af grundene frem til år 2000 (s. 24). Opmærksomheden henledes på, at forbrugerprisindekset, som navnet indikerer, ikke omfatter inflationen i priserne på aktiver. Indekset beregnes på grundlag af et udvalg af forbrugsgoder. Af de årsager, der vil blive nævnt nedenfor, er det langt fra forsvarligt at anvende dette indeks til at deflatere værdien af grundene og/eller den faste ejendom.

Det er alment kendt, at Spanien oplevede et kraftigt *boom* i boligmarkedet, som varede i mere end et årti (de makroøkonomiske problemer, som landet gennemlever i dag, skyldes i høj grad denne boligboble). Som følge heraf steg grundpriserne i et langt højere tempo end det generelle forbrugerprisindeks.

I henhold til statistikker udarbejdet af det spanske boligministerium (http://www.mviv.es/es/) steg boligpriserne i provinsen Alicante med 122,2 % i perioden fra første kvartal 2000 til tredje kvartal 2009 (denne periode er valgt, da den stemmer overens med den anvendte periode i Eurovals rapport fra 2000: fra januar 2000 til august 2009). Man behøver blot kaste et flygtigt blik på tidsserien for at konstatere, at boligprisernes vækstempo toppede i starten af den pågældende periode.

Samme statistiske kilde leverer data om grundpriserne, men beklageligvis begynder serien i 2004. I første kvartal af dette år lå den gennemsnitlige kvadratmeterpris for bygrunde i provinsen Alicante på 234,3 EUR/m^2. I samme periode lå den gennemsnitlige kvadratmeterpris for bygrunde i kommuner med mere end 50 000 indbyggere i provinsen Alicante på 464,9 EUR/m^2.

Eftersom priserne på de grunde, der kan anvendes til bymæssig bebyggelse, hænger nøje sammen med boligpriserne, er det muligt at foretage et skøn over deflatoren for boligpriserne i perioden fra første kvartal 2000 til fjerde kvartal 2003 ved hjælp af den inflation, som boligpriserne var udsat for i den pågældende periode. Ifølge boligministeriet steg boligpriserne i Alicante med 80,1 % fra første kvartal 2000 til tredje kvartal 2003.

Uanset om man tager udgangspunkt i den gennemsnitlige grundpris for hele provinsen (234 EUR/m^2 i første kvartal 2004) eller den gennemsnitlige pris i de større kommuner (464,9 EUR/m^2 i samme periode), vil anvendelsen af en deflator af en sådan størrelse (i omegnen af +/– 80 %) således resultere i en væsentligt lavere grundpris i første kvartal 2000 end den i Eurovals rapport angivne.

Det er ligeledes værd at nævne, at rapporterne modsiger hinanden, for så vidt angår prisudviklingen. Som tidligere nævnt bliver der på side 18 i rapporten for år 2000 opregnet ni transaktioner, inklusive den pris, der er betalt pr. kvadratmeter. Disse transaktioner fandt sted i perioden fra december 1999 til september 2000, og den gennemsnitlige kvadratmeterpris udgjorde 1 111,7 EUR. Det var denne værdi, der blev anvendt som sammenligningsgrundlag for kontorlokalerne i Ciudad de la Luz-komplekset.

I rapporten fra 2009 anvendes samme metode. På side 18 opregnes syv transaktioner, som fandt sted fra april 2007 til december 2008. Den gennemsnitlige værdi af disse transaktioner er 2 736,22 EUR pr. kvadratmeter. Således indeholder rapporten fra 2009 vægtige beviser på, at inflationen i ejendomspriserne var væsentligt højere end de 33,5 %, som blev anvendt i rapporten fra 2000. Sammenlignes de to rapporter, opnås en inflation på 146,1 %, hvilket stemmer nøjagtigt overens med boligministeriets rapporter: Mellem første kvartal 2000 og andet kvartal 2008 (som er den periode, hvori størsteparten af de i rapporten fra 2009 nævnte transaktioner fandt sted) steg boligpriserne i provinsen Alicante med 152,1 %.

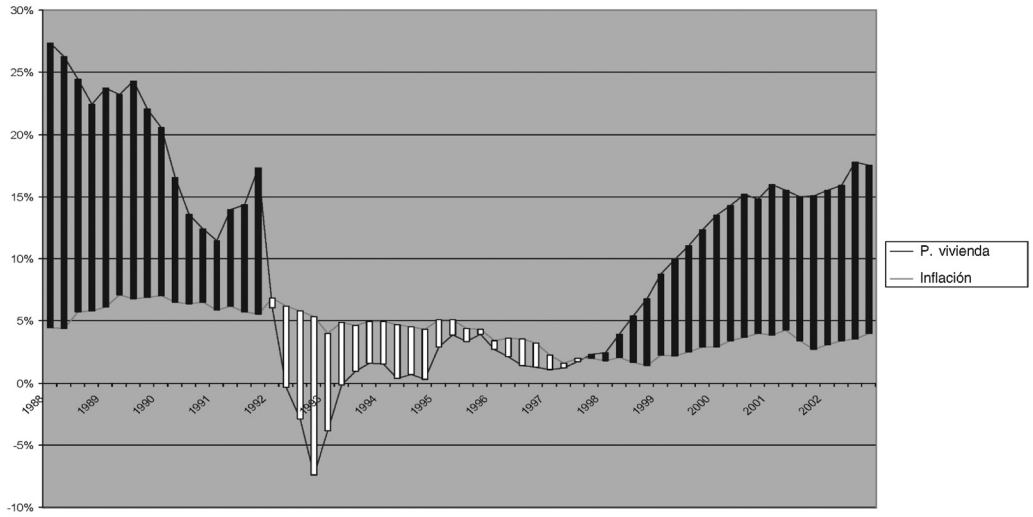
Det forhold, at tallene i rapporten fra 2009 er deflateret med 15 % for at beregne de løbende priser, ændrer ikke ved det overordnede billede, set i lyset af de involverede størrelser.

Som sidebemærkning skal det desuden gentages, at det ikke giver nogen mening at anvende priserne på små kontorlokaler i centrum af Alicante som sammenligningsgrundlag for Ciudad de la Luz-komplekset.

Der er to andre faktorer, som det også er nødvendigt at tage i betragtning. For det første plejer grundpriserne at stige hurtigere end den endelige pris på boligerne, når der er højkonjunktur på boligmarkedet. Under alle omstændigheder undervurderer boligprisindekset inflationen i grundpriserne. For det andet er det sandsynligt, at den gennemsnitlige grundpris i de større kommuner ikke er repræsentativ for grundpriserne i et område som det, hvor CDL er beliggende. Endvidere hidrører størstedelen af de data, der er anvendt til at beregne den gennemsnitlige pris, fra grunde beliggende i byområder eller i umiddelbar nærhed heraf (f.eks. i forstadskvarterer). CDL ligger uden for byen i et område med få (eller ingen) beboelsesejendomme.

Endelig kan inflationen i boligpriserne findes i det materiale, der anvendes i undervisningen af de studerende på andet studieår på universitetet Carlos III i Madrid, og som er tilgængeligt på: http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/, under menupunkterne »materiales«, »Tema I«, »diapositiva 67«. Oplysningerne gengives nedenfor. Denne grafiske dokumentation er endnu et bevis på, at boligpriserne er steget i et væsentligt højere tempo end IPC.

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



Oprindelig kilde: »LA VIVIENDA EN ESPAÑA: DESGRAVACIONES, BURBUJAS Y OTRAS HISTORIAS«, José García Montalvol.

I samtlige rapporter er de fremførte argumenter til støtte for påstanden om, at udgifterne til byggemodning er lig nul, ikke holdbare, eftersom det er nødvendigt at påregne visse supplerende udgifter.

Endelig er en difference, for så vidt angår kontorbygningerne (NNT), på 35 % (2002) eller på mere end 50 % (2000) mellem de værdier, der er fundet ved hjælp af de to værdiansættelsesmetoder (den dynamiske residualmetode og forhøjelsen af IPC), et udtryk for den stærkt spekulative karakter af det udførte arbejde.

4.1.b. Rapporter vedrørende værdiansættelsen af den grund, der er bestemt til opførelse af et hotelkompleks (parcel NNH)

Rapporterne fra 2000 og 2002 vedrørende den anden grund (NNH) udviser samme begrænsninger (anvendelse af en uegnet deflator, manglende begrundelse for ikke at anvende de i spansk lovgivning fastsatte værdiansættelsesmetoder, osv.). Som tidligere nævnt er ingen af disse rapporter underskrevet eller stemplet.

Det er imidlertid værd at knytte et par supplerende bemærkninger til disse rapporter. I rapporterne fra 2000 og 2002 fastsættes nogle referencepriser for hotelværelser ved hjælp af gennemsnitspriser. Imidlertid er der ingen angivelse af, hvilken kilde oplysningerne er indhentet fra, og det står heller ikke klart, om priserne gælder for provinsen Alicante (rapporten fra 2002) eller hele den selvstyrende region Comunidad Valenciana (rapporten fra 2000).

De beregnede gennemsnitspriser ligger på 44,95 EUR pr. nat i rapporten fra 2000 og 47,65 EUR pr. nat i rapporten fra 2002. Selv om der ikke er angivet nogen kilde til støtte for disse værdier, lader de til at stemme overens med de foregående.

Ikke desto mindre indeholder rapporten fra 2009 en liste over seks hoteller med god beliggenhed (alle med fire eller fem stjerner) til brug i forbindelse med beregningen af en pris, der kan anvendes som sammenligningsgrundlag. Denne pris fastsættes til 104 EUR pr. nat. Der gives ingen forklaring på, hvorfor den anvendte metode til beregningen af de sammenlignelige referencepriser er anderledes end den, der blev anvendt i rapporterne fra 2000 og 2002.

Og hvad vigtigere er, er det vanskeligt at gennemskue bevæggrundene for, at analysen udelukkende fokuserer på fire- og femstjernede hoteller. Findes der nogen indicier for, at der skulle foreligge en efterspørgsel efter hoteller af denne kategori i udkanten af Alicante og i umiddelbar nærhed af en motorvej og et industriområde?

I tråd hermed er det mistænkeligt, at det eneste hotel i nærheden af CDL-komplekset ikke er medtaget. Der er tale om et hotel i IBIS-kæden med priser fra 49 EUR pr. nat *i sommeren 2010* (http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml, forespørgsel foretaget den 24. februar 2010). Yderligere et bevis: Et antal luksuslejligheder beliggende ved siden af en golfbane (og forholdsvis tæt på CDL) kostede 80 EUR pr. nat i august 2010 (højsæson, jf. http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, forespørgsel foretaget den 24. februar 2010).

Rapporten fra 2009 vedrørende parcel NNH indeholder ligeledes nogle overraskende påstande. Det er med andre ord både pudsigt og positivt indledningsvist at konstatere, at den anvendte metode til gennemførelse af værdiansættelsen er i overensstemmelse med loven (på side 13 bemærkes følgende: »Som metodereference anvendes på den ene side de kriterier, der opstilles i ministeriel bekendtgørelse ECO 805/2003 vedrørende værdiansættelse af fast ejendom og i lov 6/1998 af 13. april om værdiansættelse af grunde, idet der er tale om en vurdering, som har til formål at fastsætte værdien pr. dags dato«), for derefter på side 25 at konstatere, at vurderingsrapporten, når alt kommer til alt, alligevel *ikke* opfylder de fastsatte krav i den ministerielle bekendtgørelse: »I henhold til artikel 61, stk. 1. litra b), i bekendtgørelse ECO 805/2003 af marts 2003 om regler for værdiansættelse af fast ejendom bemærkes det, at nærværende vurderingsrapport ikke formelt er tilpasset dette regelsæt, idet dens formål ligger uden for regelsættets anvendelsesområde«.

Det er ligeledes interessant at konstatere, at der foreligger en enorm forskel i de estimerede kvadratmeterpriser for de to parceller (NNH y NNT). Om end det ikke skal benægtes, at den planlagte anvendelse (kontorer kontra hoteller) kan forklare noget af forskellen, er der fortsat tale om en forbløffende forskel. For så vidt angår parcellen, som er bestemt til opførelse af hoteller, svinger værdierne mellem 144,12 EUR/m^2 i 2000 og 188,35 EUR/m^2 i 2009. Derimod svinger de tilsvarende værdier for parcellen, som er bestemt til opførelse af kontorbygninger, fra 491,64 EUR/m^2 i 2000 til 800 EUR/m^2 i 2009. Hvordan forklares den væsentlige forskel i prisudviklingen (inflationen) for disse naboparceller? Hvordan er det muligt at forsvare denne difference på mere end 300 %?

Skal vi konkludere, at differencen skyldes det forhold, at den anvendte metode ved vurderingen af den parcel, der er bestemt til opførelse af hoteller, i højere grad er tilpasset de i loven fastsatte regler? Eller skal den tilskrives den større gennemsigtighed i priserne for hotelovernatning?

Det hævdes endvidere, at de variable omkostninger udgør 50 % af indtægterne (bl.a. på side 18-19 i rapporten fra 2009). Hvorfra hidrører estimeringen af så høje avancer?

Byggeomkostningerne beregnes på grundlag af en gruppe af referencepriser. I rapporterne vedrørende 2000 og 2002 anvendes de korrekte tal, men i rapporten fra 2009 anvendes oplysningerne fra 2006. Hvorfor?

4.2. *Risikopræmie*

Det observeres endvidere, at det i rapporterne vedgås, at investeringen i hoteller indebærer en højere risiko end investeringen i kontorbygninger (jf. bl.a. side 12 og 26 i rapporten fra 2000). De spanske myndigheder havde under hele forløbet planer om at opføre et hotelkompleks.

I tråd hermed bemærkes det i rapporten, at diskonterings- eller kalkulationssatsen er givet ved følgende formel (s. 16 i rapporten fra 2000):

i = risikofri rente + risikopræmie

På samme side viser en tabel de risikopræmier, der som minimum bør anvendes. Disse præmier overstiger det forventede ex ante afkast af investeringen i Ciudad de la Luz.

Endelig er den risikopræmie, der anvendes i forbindelse med beregningerne på side 21 i rapporten fra 2000 (10 %), mindre end den præmie, der fremgår af tabellen på side 16 (11 %).

4.3. *Troværdige værdiansættelser*

For at opnå en troværdig værdiansættelse af grundene burde der have været fremlagt vurderinger fra tiden omkring år 2000 af flere forskellige parceller med tilsvarende kendetegn, hvad angår størrelse og beliggenhed (i umiddelbar nærhed af industriområdet Aguas Amargas), og som anvendes til tertiære erhverv eller hoteldrift.