II

(Rechtsakte ohne Gesetzescharakter)

BESCHLÜSSE

BESCHLUSS DER KOMMISSION

vom 8. Mai 2012

über die staatliche Beihilfe SA.22668 (C 8/08 (ex NN 4/08)), die Spanien Ciudad de la Luz SA gewährt hat

(Bekanntgegeben unter Aktenzeichen C(2012) 3025)

(Nur der spanische Text ist verbindlich)

(Text von Bedeutung für den EWR)

(2013/126/EU)

DIE EUROPÄISCHE KOMMISSION —

gestützt auf den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, insbesondere auf Artikel 108 Absatz 2 Unterabsatz 1,

gestützt auf das Abkommen über den Europäischen Wirtschaftsraum, insbesondere auf Artikel 62 Absatz 1 Buchstabe a,

nachdem allen Beteiligten Gelegenheit zur Stellungnahme gemäß dem vorgenannten Artikel gegeben wurde [1] und unter Berücksichtigung dieser Stellungnahmen,

in Erwägung nachstehender Gründe:

I. VERFAHREN

(1) Am 22. Februar 2007 erhielt die Kommission eine beihilferechtliche Beschwerde des Beschwerdeführers A [2] wegen einer mutmaßlichen Unterstützung der Filmstudios Ciudad de la Luz durch die Region Valencia. Am 15. März 2007 stimmte der Beschwerdeführer A der Weiterleitung seiner Beschwerde an die spanischen Behörden zu.

(2) Die Kommission hat die vollständige Beschwerde am 10. April 2007 an die spanischen Behörden weitergeleitet und um Auskünfte über die mutmaßliche Beihilfe ersucht. Der Kommission wurden vorher keine Filmfördermaßnahmen in Valencia zur beihilferechtlichen Genehmigung angemeldet.

(3) Nachdem die spanischen Behörden am 18. April 2007 einen Antrag auf Fristverlängerung gestellt hatten (dem am 24. April stattgegeben wurde), beantworteten sie das Auskunftsersuchen der Kommission am 15. Juni 2007.

(4) Am 30. April 2007 hat der Beschwerdeführer A Links zu in *Variety* veröffentlichten Artikeln bereitgestellt, in denen angeblich die Subventionen für in Valencia gedrehte Filme aufgeführt werden und bestätigt wird, dass Ciudad de la Luz Filmproduktionen mit großem Budget anziehe [3].

(5) Am 13. Juli 2007 hat die Kommission die spanischen Behörden um weitere Auskünfte ersucht. Nachdem die spanischen Behörden am 18. Juli 2007 einen Antrag auf Fristverlängerung gestellt hatten (dem am 19. Juli stattgegeben wurde), beantworteten sie das Auskunftsersuchen der Kommission am 8. Oktober 2007.

(6) Am 15. Juli 2007 erhielt die Kommission eine Beschwerde des Beschwerdeführers B [4]. Nachdem sie die Zustimmung des Beschwerdeführers erhalten hatte, leitete die Kommission die Beschwerde am 2. August 2007 an die spanischen Behörden weiter.

(7) Mit Schreiben vom 13. Februar 2008 hat die Kommission Spanien von ihrer Entscheidung in Kenntnis gesetzt, wegen der Beihilfe das Verfahren nach Artikel 108 Absatz 2 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union einzuleiten. Spanien antwortete darauf am 28. April 2008.

(8) Die Entscheidung der Kommission zur Durchführung des Verfahrens wurde im *Amtsblatt der Europäischen Union* [5] veröffentlicht. Die Kommission hat die Beteiligten zur Abgabe von Stellungnahmen zu der Beihilfe aufgefordert.

---

[1] ABl. C 134 vom 31.5.2008, S. 21.

[2] Beschwerdeführer A ist ein großes europäisches Filmstudio. Er hat beantragt, dass seine Identität nicht bekannt gegeben wird.

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

[4] Beschwerdeführer B ist ein wichtiger Akteur im europäischen Filmsektor. Er hat ebenfalls beantragt, dass seine Identität nicht bekannt gegeben wird.

[5] Siehe Fußnote 1.

(9) Die Kommission hat Stellungnahmen von Beteiligten erhalten und diese Spanien am 3. Oktober 2008 übermittelt. Die Stellungnahmen der spanischen Behörden gingen am 21. November 2008 und am 29. Dezember 2008 ein.

(10) Nach einer Zusammenkunft zwischen der Kommission und den spanischen Behörden am 11. Februar 2009, legte Spanien am 30. März 2009 weitere Auskünfte vor.

(11) Am 26. August 2009 richtete die Kommission ein weiteres Auskunftsersuchen an Spanien, auf das die spanischen Behörden am 20. Oktober 2009 antworteten. Am 1. Februar 2010 legten sie weitere Auskünfte vor.

(12) Am 24. Mai 2011 ersuchte die Kommission die spanischen Behörden erneut um Auskünfte und informierte sie über die Bestellung des unabhängigen Wirtschaftsprüfers Ecorys. Spanien antwortete am 7. Juni 2011. Die Kommission antwortete Spanien am 22. Juli 2011.

(13) Am 1. August 2011 hat die Kommission ihr abschließendes Auskunftsersuchen an Spanien gerichtet und diesem den Bericht von Ecorys beigefügt. Spanien nahm am 3. Oktober 2011 zu dem Bericht von Ecorys Stellung und legte am 11. April 2012 weitere Informationen zu den öffentlichen Investitionen in Ciudad de la Luz SAU vor.

II. **DETAILLIERTE BESCHREIBUNG**

(14) Ciudad del la Luz ist ein großer Filmstudiokomplex vor den Toren Alicantes (Valencia). Die Regionalregierung von Valencia *(Generalitat Valenciana)* hat am 24. Oktober 2000 ihre ursprüngliche Entscheidung getroffen, in das Projekt Ciudad de la Luz zu investieren.

(15) Ciudad de la Luz SA wurde am 2. November 2000 mit dem Ziel gegründet, die erforderlichen Tätigkeiten für die Förderung, Organisation und Verwaltung des Standortes „Ciudad de la Luz" durchzuführen, einschließlich des Baus, der Verwaltung und des Betriebs der audiovisuellen und kinematografischen Einrichtungen sowie der Durchführung weiterer damit verbundener Tätigkeiten bezüglich Freizeit und Unterkunft.

(16) 75 % des ursprünglichen Grundkapitals der Ciudad de la Luz SA in Höhe von 600 000 EUR gehörten der Parque Temático de Alicante SAU, die später zur Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (SPTCV) wurde. SPTCV ist eine öffentliche Körperschaft, die für die Regionalregierung von Valencia Anlagetätigkeiten ausführt. Die verbleibenden 25 % gehörten der Producciones Aguamarga SL, einem Privatunternehmen, das für die verbleibenden Bauarbeiten, für die Förderung von Ciudad de la Luz und die Verwaltung der Studios zuständig war.

(17) Im November 2001 wurde das Grundkapital auf 9 Mio. EUR erhöht. Alle zusätzlichen Anteile wurden von SPTCV gekauft, die damit einen Anteil von 98,4 % hatte. Im Februar 2003 und im Mai 2004 hat die SPTCV ihren Anteil durch ähnliche Käufe neuen Aktienkapitals weiter erhöht. Producciones Aguamarga verkaufte im Juli 2004 seinen Anteil in Höhe von 0,2 % an Ciudad de la Luz SA ([6]) an SPTCV (für 139 059 EUR). Seitdem hält die Regionalregierung von Valencia über die SPTCV 100 % des Grundkapitals der Ciudad de la Luz SAU. Seither ist die Ciudad de la Luz SAU ein öffentliches Unternehmen, das sich gänzlich im Eigentum von SPTCV befindet und in Bezug auf Ausschreibungen und die Finanzaufsicht dem öffentlichen Recht unterliegt. Ciudad de la Luz wird jedoch weiterhin von Producciones Aguamarga verwaltet.

(18) Der Filmstudiokomplex wurde im August 2005 für Dreharbeiten geöffnet. Ausgelegt für die größten Filmproduktionen, wurde 2002 mit dem Bau begonnen. Dieser teilte sich in drei Abschnitte:

— Phase 1 (abgeschlossen): 6 klimatisierte Tonbühnen mit einer Gesamtfläche von 11 000 m^2, Produktionsnebengebäude, 15 050 m^2 Werkstätten/Lagergebäude und 2 Außenbereiche für Filmaufnahmen (Backlots) mit einer Gesamtfläche von 14 Hektar;

— Phase 2 (abgeschlossen, nachdem das förmliche Prüfverfahren eingeleitet wurde): Gastronomiebetriebe, ein Verwaltungsgebäude, ein Postproduktionskomplex und ein dritter, 5 Hektar großen Außenbereich für Filmaufnahmen (Backlot) mit einem Wassertank für Dreharbeiten;

— Phase 2B (die Arbeiten haben noch nicht begonnen): ein großes, tiefes Wasserbecken mit natürlichem Horizont;

— Phase 3 (die Arbeiten haben noch nicht begonnen) eine 5 000 m^2 große Tonbühne (sie soll weltweit die größte sein), ein weiteres Backlot und 4 TV-Studios.

(19) In dem Studiokomplex ist auch ein Universitätsinstitut für die audiovisuelle Produktion (Kino, Fernsehen, Radio, Internet) untergebracht, das Masterstudiengänge anbietet, die alle Aspekte der Produktion (künstlerische Aspekte, technisches Marketing, Kommunikation) abdecken. Die ursprünglichen Pläne aus dem Jahr 2000 sahen noch weitere Investitionen in angrenzende Einkaufszentren,

([6]) Mit der Kapitalübertragung vom 7. Oktober 2004 wurde Ciudad de la Luz SA zu Ciudad de la Luz SAU, einer Gesellschaft mit einem einzigen Gesellschafter (sociedad anónima unipersonal), wobei sich das gesamte Aktienkapital im Eigentum von SPTCV befindet.

Hotels und einen Sportkomplex vor, die zu positiven Mittelzuflüssen in das Projekt führen sollten. Bislang wurden sie jedoch noch nicht errichtet. Obwohl das erforderliche Land im Jahr 2004 von der Generalitat bereitgestellt und im Jahr 2005 Ausschreibungen für den Betrieb dieser Geschäfte im Rahmen von Konzessionen veröffentlicht wurden, waren die Angebote nicht attraktiv genug und die zusätzlichen Investitionen fanden nicht statt.

(20) Bestimmte Aspekte der hochmodernen Einrichtungen in Ciudad de la Luz sorgen dafür, dass der Filmstudiokomplex der begrenzten Anzahl an konkurrierenden großen Filmstudios in Europa in Bezug auf die Kapazitäten für Filme mit einem hohen Budget den Rang abläuft. Die in den Originalplänen für Ciudad de la Luz vorgesehene 5 000 m^2 große Tonbühne wäre beispielsweise die weltweit größte gewesen ([7]). Die Kommission merkt an, dass große Tonbühnen nur für große Filmproduktionen von Interesse sind.

(21) Bis vor Kurzem wurde das Studio von der Gesellschaft Aguamarga Gestión de Estudios SL verwaltet, die für ein Honorar auf der Basis eines mehrjährigen Managementvertrags mit dem Anteilseigner als Agent für das Filmstudio tätig war.

Öffentliche Investitionen durch SPTCV und Geschäftspläne von Ciudad de la Luz

(22) Vor Beginn der Bauarbeiten in 1999-2000 wurden die Durchführbarkeit, der Umfang und die strategischen Leitlinien für die Entwicklung von Ciudad de la Luz in vier Studien von externen Beratern analysiert. Spanien hat diese Studien im Rahmen des förmlichen Prüfverfahrens vorgelegt.

(23) In diesen Studien wurden die Wachstumsaussichten in Bezug auf die Zahl der Filmproduktionen ([8]) untersucht, alternative Standorte in der Region Valencia für den Bau von Filmstudios ([9]) verglichen sowie eine vorläufige Analyse ([10]) und ein Geschäftsplan ([11]) für einen Filmstudiokomplex erstellt. Sie waren von den spanischen Behörden erst vorgelegt worden, nachdem die Kommission den Beschluss gefasst hatte, in Bezug auf das Projekt ein förmliches Prüfverfahren wegen staatlicher Beihilfen einzuleiten. Die Daten in dem Beschluss vom 22. Februar 2008 zur Eröffnung des Verfahrens stammen aus einer Studie (durchgeführt von Consultia), die laut den Angaben der spanischen Behörden an die Kommission im Jahr 2002 durchgeführt worden war. Nach dem Einleitungsbeschluss teilte Spanien der Kommission jedoch mit, dass die Studie im Jahr 2004 durchgeführt wurde.

(24) Die Schlussfolgerungen aus dem von Arthur Andersen entwickelten Geschäftsplan von 2000 ([12]) waren positiv, einschließlich der mittel- bis langfristigen Rentabilitätsaussichten. Die positiven Cashflows des Filmstudioprojekts wurden für einen Fünfjahreszeitraum (2002-2006) nach Abschluss des Baus der Studiogebäude, einer Konferenzhalle und einer Schule für Film- und Fernsehtechnik dokumentiert.

(25) Die Baukosten für diese Phasen wurden auf 16,9 Mrd. Peseten (101,7 Mio. EUR) geschätzt. Die Grundstückskosten waren nicht inbegriffen und in dem Geschäftsplan wurde angegeben, dass die Kosten um +/- 30 % variieren könnten. Weitere Phasen für den Abschluss des Projekts wurden nicht veranschlagt.

(26) Auf der Grundlage des Geschäftsplans investierte SPTCV zwischen 2000 und 2004 durch Aktienkapitalerhöhungen und Grundstücke in Ciudad de la Luz in Höhe von insgesamt 104 259 759 EUR. Siehe die näheren Angaben unter Randnummer 53.

(27) Da der Bau zwei Jahre länger als erwartet dauerte und der Zeitplan der Investitionen geändert wurde, um diese deutlich zu erhöhen, beauftragte Ciudad de la Luz/SPTCV im Jahr 2004 Consultia mit der Erstellung einer neuen Studie und eines neuen Geschäftsplans ([13]). Die Studie von Consultia bewertete die Profitabilität des Projekts ebenfalls positiv. Der Geschäftsplan für den Zeitraum 2004-2014 zeigte bis 2014 und längerfristig eine positive Rendite für die von SPTCV getätigte Investition.

(28) Der Anteil, den Producciones Aguamarga SL an Ciudad de la Luz SA hatte, wurde im Juli 2004 von SPTCV für 139 059 EUR gekauft. Im Gegensatz zu SPTCV hat Producciones Aguamarga SL nach ihrer ersten Investition von 150 000 EUR im November 2000 nicht weiter in Ciudad de la Luz SA investiert. So war der Anteil von Producciones Aguamarga SL an Ciudad de la Luz SA zu dem Zeitpunkt, als ihn SPTCV erwarb, auf 0,2 % gefallen. Nach dieser Transaktion ging die Gesellschaft vollständig in öffentliches Eigentum über und wurde zu Ciudad de la Luz SAU.

([7]) Quelle: Artikel 'Let there be light' im *Hollywood Reporter* — 31. Oktober 2006: http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371

([8]) Anhang I der Antwort von Spanien vom 28. April 2008: „La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento" (*Estudios e Investigationes Audiovisuales* — Januar 1999)

([9]) Anhang IV der Antwort von Spanien vom 28. April 2008: „Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana — Zusammenfassung" (PriceWaterhouseCoopers — 30. Januar 2000).

([10]) Anhang II der Antwort von Spanien vom 28. April 2008: „Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana — Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto" (Arthur Andersen — undatiert).

([11]) Anhang III der Antwort von Spanien vom 28. April 2008: „Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana". (Arthur Andersen — undatiert).

([12]) Siehe Fußnote 10.

([13]) Anhang VI der Antwort von Spanien vom 28. April 2008: „Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004-2014" (Consultia IT — 7. Mai 2004).

(29) Auf der Grundlage des geänderten Arbeitsprogramms und Geschäftsplans gewährte SPTCV als alleiniger Anteilseigner zwei Beteiligungsdarlehen, eines in Höhe von 95 Mio. EUR im Jahr 2005 und eines über 20 Mio. EUR im Jahr 2007. Der Jahresabschluss von Ciudad de la Luz SAU zum 31. Dezember 2010, den die spanischen Behörden im April 2012 vorlegten, zeigte, dass SPTCV darüber hinaus zwischen 2008 und 2010 insgesamt 45 829 840 EUR in Wandelanleihen investiert hat. Dieser Jahresabschluss zeigt auch, dass SPTCV 2009 und 2010 Zinsen auf die Beteiligungsdarlehen aus den Jahren 2005 und 2007 in Höhe von 7 222 160 EUR geschuldet wurden. Darüber hinaus waren bis zum 31. Dezember 2010 1 814 187 EUR unbezahlte Zinsen aus den Wandelanleihen aufgelaufen. Deshalb beliefen sich die Investitionen öffentlicher Mittel von SPTCV in Ciudad de la Luz, einschließlich der fälligen Zinsen auf die gewährten Darlehen Ende 2010 auf 274 125 946 EUR.

Geschäftsstrategie und Geschäftsergebnisse von Ciudad de la Luz

(30) In dem Geschäftsplan von 2000 zielte Ciudad de la Luz darauf ab, der Studiokomplex mit der zweitgrößten Kapazität in Europa zu werden (nach Pinewood) und spanische Produktionen (Kino, Fernsehen und Werbung) anzulocken. Darüber hinaus sollten dort jährlich 16 ausländische (EU und USA) Filmproduktionen gedreht werden. In dem überarbeiteten Geschäftsplan von 2004 ist es eines der strategischen Ziele von Ciudad de la Luz, große Film- und Fernsehproduktionen zu den wichtigsten Kunden zu machen.

(31) Im Geschäftsplan von 2004 werden große Studios außerhalb der USA als wichtigste internationale Wettbewerber von Ciudad de la Luz angesehen und insbesondere diejenigen mit ähnlichen Merkmalen. Das sind Pinewood-Shepperton (UK), Cinecitta (Italien), Barrandov (Tschechische Republik), Babelsberg (Deutschland), Cinecite Montreal & Lions Gate (Kanada) und Warner Roadshow & Fox (Australien).

(32) Im ursprünglichen Geschäftsplan von 2000 wurden für Studiodienste (z. B. Vermieten von Backlots, Werkstätten) ähnliche Preise wie in vergleichbaren Studios in der EU vorgesehen (d. h. Shepperton und Elstree in UK, Babelsberg in Deutschland). Auch der überarbeitete Geschäftsplan von 2004 enthält ein strategisches Preismodell mit Bezug auf Studios internationalen Rufs; ungefähr 15-20 % günstiger als die etablierten Branchenführer (USA und Pinewood UK) aber 50-100 % teurer als europäische Studios (Barrandov in der Tschechischen Republik und Babelsberg in Deutschland).

(33) In der Praxis wurden die nationalen und internationalen Ziele des Geschäftsplans von Ciudad de la Luz nicht erreicht. Von den 33 Filmen, die zwischen 2005 und 2009 in Ciudad de la Luz gedreht wurden, waren 28 spanische Produktionen und nur 5 europäische Koproduktionen (Griechenland, Frankreich). Abgesehen von gelegentlichen Highlights durch große europäische Koproduktionen wie *Asterix bei den Olympischen Spielen* und kürzlich eine US-amerikanische-spanische Koproduktion, wurden seit der Eröffnung im August 2005 hauptsächlich spanische, nationale Produktionen in Ciudad de la Luz verwirklicht.

(34) Trotz der Zukunftsperspektiven im Geschäftsplan von 2004, der 2010 als das erste Jahr mit einem (bescheidenen) positiven Betriebsergebnis nannte, macht der kommerzielle Betrieb von Ciudad de la Luz bis heute Verluste. Bis Ende 2010 beliefen sich die kumulierten Verluste von Ciudad de la Luz auf 84 Mio. EUR, verglichen mit der Prognose von kumulierten Gewinnen in Höhe von 12 Mio. EUR aus dem Geschäftsplan von 2004. Verglichen mit den vorgenannten Filmstudios ist es Ciudad de la Luz bislang nicht gelungen, nicht spanische Produktionen im geplanten Umfang anzuziehen und selbst bei der spanischen Nachfrage liegen die Ergebnisse unterhalb der Erwartungen. Auch die Betriebsverluste sind höher als erwartet.

Gründe für die Einleitung des Verfahrens

(35) Das Verfahren der Kommission wurde im Jahr 2007 durch die Beschwerde des Beschwerdeführers A veranlasst sowie durch die nachfolgende Beschwerde des Beschwerdeführers B. Beide sind wichtige Akteure im europäischen Filmsektor in verschiedenen Mitgliedstaaten. In den Beschwerden werden angeblich rechtswidrige staatliche Beihilfen bei der öffentlichen Finanzierung von Ciudad de la Luz und insbesondere im System der filmspezifischen Anreize vorgebracht, die in Ciudad de la Luz eingeführt wurden.

(36) Wie vorstehend angemerkt wurde, war zu dem Zeitpunkt, als die Kommission das förmliche Prüfverfahren im Februar 2008 eingeleitet hat, der angeblich im Jahr 2002 erstellte Geschäftsplan von Consultia die einzige Grundlage für die Investitionsentscheidung, die die spanischen Behörden vorgelegt hatten. Nach einer vorläufigen Bewertung hatte die Kommission ernsthafte Zweifel daran, dass ein marktwirtschaftlich handelnder Investor unter denselben Bedingungen und in demselben Umfang investiert hätte wie die Regionalregierung von Valencia.

(37) In Bezug auf die mögliche Vereinbarkeit der Beihilfe lagen der Kommission keine Informationen vor, die ihr die Prüfung ermöglicht hätten, ob die Bedingungen der zu dieser Zeit (2000-2004) für die Region Valencia geltenden Leitlinien für Regionalbeihilfen eingehalten wurden. Die Kommission zweifelte auch daran, dass die Ausnahmeregelung für Kulturbeihilfen im Sinne von Artikel 107

Absatz 3 Buchstabe d des Vertrags geltend gemacht werden kann, da Ciudad de la Luz nicht der Förderung der Kultur oder der Erhaltung des kulturellen Erbes diente, für alle Arten audiovisueller Arbeiten genutzt werden konnte, einschließlich Werbespots und mit anderen Studiobetreibern um Werbeproduktionen konkurrierte.

(38) Die Kommission stellte auch in dem Anreizsystem für Filmaufnahmen in Ciudad de la Luz mögliche staatliche Beihilfen fest und identifizierte die entsprechenden Filmproduzenten als Begünstigte. Die filmspezifischen Anreize zielten auf bestimmte Tätigkeiten an einem bestimmten Drehort auf der Grundlage unbekannter Kriterien ab und schienen so nicht die Bestimmungen zu erfüllen, die in der „Mitteilung zur Filmwirtschaft" der Kommission niedergelegt sind.

III. STELLUNGNAHMEN BETEILIGTER

(39) Die Kommission hat insgesamt Stellungnahmen von zehn Beteiligten erhalten. Vier von ihnen sind im Filmstudiogeschäft in anderen Mitgliedstaaten als Spanien tätig (Beschwerdeführer A, Beschwerdeführer B, Barrandov Studio und Mediterranean Film Studios Limited); fünf sind im spanischen Filmsektor tätig (Federación de Asociaciones de Productores Audiovisuales Españoles — FAPAE, Associacio de directors de cinema valencians, Empreses audiovisuals valencianes federades — EAVf, the association Productors audiovisuals valencians und Sociedad Proyectos Tematicos de la Comunidad Valenciana — SPTCV SAU); bei einem Beteiligten handelt es sich um eine nationale Filmförderungsanstalt (UK Film Council).

Anmerkungen aktiver Filmstudios

(40) In seiner vertraulichen Stellungnahme vom 25. Juni 2008 bringt der Beschwerdeführer B seine Bedenken über die Beihilfen zum Ausdruck, durch die Ciudad de la Luz entwickelt wurde und derzeit betrieben wird. Er macht geltend, dass die von der Kommission durch die Einleitung des Verfahrens ergriffenen Maßnahmen von grundlegender Bedeutung für sein Unternehmen und den Sektor sind.

(41) In seiner vertraulichen Stellungnahme vom 30. Juni 2008 beschränkt der Beschwerdeführer A seine Stellungnahme auf die eingehenden Untersuchung von vier Punkten: i) die Kosten für die Finanzierung der Studios, ii) den Ansatz zur Finanzierung einer „Unternehmensgründung", iii) die Bewertung des Endverkaufs und iv) sonstige Anreize, die von Ciudad de la Luz gewährt werden. Seiner Ansicht nach „würde ein privater Investor selbst ein etabliertes und Gewinn erzielendes Filmstudio zumindest als mittleres Anlagerisiko bewerten…. Das beruht auf der Tatsache, dass ein Studiobetrieb zwar durch Vermögenswerte abgesichert ist …, sein operativer Verschuldungsgrad aber vermutlich hoch sein wird, was eine Gewinnprognose schwierig macht. Eine weitere Unsicherheit beruht auf Faktoren wir der zyklischen Natur des Filmproduktionssektors."

(42) Gemäß dem Beschwerdeführer A könnten durchschnittlich gewichtete Kapitalkosten (WACC) von ungefähr 15 % für ein etabliertes Filmstudio angemessen sein, auch wenn „die Rendite, die die privaten Eigenkapitalanleger [von Beschwerdeführer A] erwarteten, höher war". Die Unternehmensgründung eines Filmstudios würde von einem privaten Investor als „Unternehmen mit mittlerem bis hohem Risiko angesehen werden und er würde deshalb eine deutlich höhere Rendite seiner Investitionen erwarten (auch wenn eine gewisse Frist bis zum Erreichen der Profitabilität toleriert würde). Angesichts der Tatsache, dass üblicherweise nur eingeschränkte (wenn überhaupt) Möglichkeiten für Unternehmensgründer bestehen, Geld aus konventionellen Quellen zu leihen, ist der WACC für Unternehmensgründungen üblicherweise sowohl durch die höhere geforderte Eigenkapitalrendite erhöht als auch durch die fehlenden Möglichkeiten der kostengünstigen Kapitalaufnahme."

(43) Der Beschwerdeführer A ist der Ansicht, dass der im Einleitungsbeschluss genannte Endwert für den Verkauf von Ciudad de la Luz unrealistisch ist. Er macht auch geltend, dass ein privater Investor mehr als 12-15 verschiedene Ergebnisse vor Zinsen und Steuern generell für eine schlechte Grundlage für die Bewertung halten würde.

(44) Schließlich macht der Beschwerdeführer A in Bezug auf die Anreize, mit denen die Attraktivität des Studiokomplexes für Filmproduktionen erhöht werden sollte, geltend, dass die Filmproduktionsgesellschaften in Wirklichkeit offensichtlich Zuschüsse zu den Kosten erhalten, die sie aufwenden müssen, um qualifiziertes technisches und administratives Personal in die Region Valencia zu holen, das dort angeblich fehlt. Der Beschwerdeführer A ist der Ansicht, dass die Anreize schwerwiegende nachteilige Auswirkungen auf den Wettbewerb haben, da es die Studios ohne diese Anreize deutlich schwerer gehabt hätten, Filmproduktionen zu gewinnen.

(45) In seiner ersten eingereichten Stellungnahme vom 25. Juni 2008 betont Barrandov Studio, dass die mutmaßliche Beihilfe den entsprechenden Markt verfälscht und andere Wettbewerber benachteiligt. Das Studio stellte angesichts der Komplexität des Falls einen Antrag auf Fristverlängerung, um weitere Stellungnahmen einreichen zu können. Diese Stellungnahmen gingen am 15. September 2008 bei der Kommission ein. Barrandov Studio stimmt den von Beschwerdeführer A genannten Gründen für die Beschwerde zu und betont, dass die Größe und die Anzahl der Tonstudios zeigen, dass Ciudad de la Luz eher an US-amerikanischen Filmen mit einem großen Budget als an

spanischen Filmen interessiert ist. Die geringe Dichte an Filmschaffenden und an entsprechender Infrastruktur in Alicante verglichen mit Madrid oder Barcelona weist nicht auf eine logische Wahl dieses Standorts hin. In strategischer Hinsicht würde ein in die Filmbranche investierender Kapitalgeber die Kundschaft aufteilen in lokale Kunden, die ein stabiles Einkommen geben und ausländischen Kunden, die sich auf große, ausländische Produktionen konzentrieren. Ciudad de la Luz wendet die entgegengesetzte Strategie an, die auf der Bereitstellung von Studioleistungen zu extrem niedrigen Preisen basiert, die die Gründungskosten missachten. Angesichts der Schwierigkeit, in der Branche Umsatzprognosen für einen längeren Zeitraum als 3-5 Jahre hinweg zu geben, hätte ein privater Kapitalgeber eine viel frühere Rendite verlangt. Nach Barrandovs Meinung wird diese Behauptung durch einen vertraulichen Geschäftsplan gestützt, der seine jüngste Investition in neue Studios zeigt, die auf der Annahme erfolgte, dass ab dem zweiten Jahr des Betriebs Nettoeinnahmen zu verzeichnen sind und der Amortisationszeitraum unter acht Jahren liegt. Barrandov sieht auch keine vernünftige Erklärung für die Höhe der Gewinne (341 Mio. EUR), die die spanischen Behörden ab 2014 erwarten.

(46) In ihrer Stellungnahme vom 27. Juni 2008 hat sich die Gesellschaft Mediterranean Film Studios Limited auf die Wassertanks beschränkt, die Ciudad de la Luz angekündigt hat. Sie bringt vor, dass ihre eigenen Wassertanks einzigartig in Europa sind und nur mit denjenigen von Fox in Baja California (Mexico) verglichen werden können. Angesichts des niedrigen jährlichen Ausnutzungsgrads ihrer Tanks behaupten sie, dass nach ihrer Meinung und der übereinstimmenden Auffassung der Branche im Mittelmeerraum oder in Europa bereits genügend Kapazitäten für Filmaufnahmen in Wassertanks zur Verfügung stehen.

Anmerkungen von im spanischen Filmsektor tätigen Beteiligten

(47) In ihrer Stellungnahme vom 30. Juni 2008 bringt die Federacion de asociaciones de productores audiovisuales espanoles (FAPAE) vor, dass Ciudad de la Luz auf dem Markt für große Produktionen für mehr Wettbewerb gesorgt hat und dass die Beschwerdeführer schlicht ihre Marktposition behalten und den Zugang aller Wettbewerber zum Markt verhindern wollen, die glaubwürdige und preislich interessante Leistungen alternativ zu den, den europäischen Markt dominierenden Studios anbieten. FAPAE macht auch geltend, dass Filmstudios wie Barrandov, Cinecittà, Babelsberg oder Mafilms ihre Marktposition und ihren Ruf mit Hilfe öffentlicher Unterstützung unterschiedlicher Formen aufgebaut haben, einschließlich öffentlicher Beteiligung am Aktienkapital. Allgemeiner betont FAPAE, dass die Wahrung der kulturellen Diversität ein starkes öffentliches Eingreifen in die Branche rechtfertigt. Insbesondere versorgt Ciudad de la Luz die spanische Produktionsindustrie angeblich mit anspruchsvollen und dem Stand der Technik entsprechenden Leistungen in Spanien, die ansonsten zu höheren Kosten im Ausland eingeholt werden müssten. In Bezug auf die Behauptung, dass Ciudad de la Luz auf Super-Produktionen abzielt, bringt FAPAE vor, dass Ciudad de la Luz spanischen Produktionen mit einem geringen Budget großen Nutzen bringt und sich auf die nationale oder lokale Kultur konzentriert und somit zu den kulturellen Zielen beiträgt, die in dem ehemaligen Artikel 87 Absatz 3 Buchstabe d (jetzt Artikel 107 Absatz 3 Buchstabe d) niedergelegt sind. Die Bemerkungen von Empreses audiovisuals valencianes federades (EAVf) vom 21. Mai 2008 und diejenigen von der association of Productors audiovisuals valencians vom 16. Mai 2008 wiederholen zum größten Teil die Stellungnahmen der FAPAE, teilweise sogar wortwörtlich.

(48) In ihrer Stellungnahme vom 5. Juni 2008 betont die Associaciò de directors de cinema valencians, dass die Vorherrschaft der US-amerikanischen Kinoindustrie europäische Produktionen durch eine Reihe mutmaßlich missbräuchlicher Praktiken marginalisiert. Ihrer Ansicht nach sind Abhilfemaßnahmen erforderlich, damit europäischen kulturellen Werken der Wettbewerb unter gleichen und gerechten Bedingungen ermöglicht wird. Dieser Verband behauptet, dass die öffentliche Intervention in Ciudad de la Luz ganz zu diesem Zweck erfolgt und dem Nutzen europäischer, spanischer und valenzianischer Produktionen und der Verteidigung ihrer kulturellen Identitäten dient.

(49) Die Stellungnahme der Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (100 %iger Eigentümer von Ciudad de la Luz SAU, seinerseits Eigentum der Comunidad Valenciana) vom 23. Juni 2008 gibt im Wesentlichen die gleichen ergänzenden Argumente wieder und verlässt sich auf die Beweise, die von Spanien vorgebracht wurden. Die folgenden Aspekte werden in der Stellungnahme besonders hervorgehoben: Erstens zeigt die Tatsache, dass das Projekt bei seiner Gründung im Jahr 2000 basierend auf den verfügbaren Studien teilweise von einem privaten Investor finanziert wurde, dass die Investition durch staatliche Stellen der Logik eines privaten Investors folgte. Beide Studien aus den Jahren 2000 und 2004 kamen ohne Einschränkung zu der Schlussfolgerung, dass das Projekt profitabel ist. Zweitens sind die Anreize, die bestimmten Filmen gewährt werden, aus wirtschaftlicher Sicht für ein neues Unternehmen gerechtfertigt. Sie sind als „Sponsoringvertrag“ im Austausch für Werbemaßnahmen gewährt worden, die ihrerseits den Ruf der Studios fördern und gleichzeitig beim Empfänger Kosten für Werbemaßnahmen verursachen. Eine diesbezüglich durchgeführte Studie schätzt, dass der wirtschaftliche Wert der Sponsoringverträge für Ciudad de la Luz […] (*) Mill. EUR beträgt.

(*) Vertrauliche Daten sind im Beschlusstext mit […] gekennzeichnet.

Anmerkungen nationaler Filmförderungsstellen

(50) In seinem Schreiben vom 25. Juni 2008 macht der UK Film Council geltend, dass der Beschluss zur Einleitung eines öffentlichen Prüfverfahrens zu Recht gefasst wurde.

IV. STELLUNGNAHMEN VON SPANIEN

(51) Nach der Einleitung des förmlichen Prüfverfahrens legten die spanischen Behörden offen, dass die ursprüngliche Entscheidung zur Investition auf einem Geschäftsplan basierte, der im Jahr 2000 erstellt worden war und nicht auf der Grundlage des Geschäftsplanes, den sie vorher eingereicht hatten. Dieser Geschäftsplan war in einer Studie enthalten, die im Jahr 2004 durchgeführt worden war und nicht im Jahr 2002, wie die spanischen Behörden zuvor gegenüber der Kommission erklärt hatten.

(52) Bis zu der Studie aus dem Jahr 2004 waren bereits mehr als 90 Mio. EUR in das Projekt investiert worden. Folglich machen die spanischen Behörden geltend, dass zwei Investitionsentscheidungen getroffen wurden: eine im Jahr 2000 für die erste Phase des Projekts und eine im Jahr 2004 für die geplante Erweiterung.

(53) Der Zeitplan für Investitionen in Ciudad de la Luz in der zuletzt im April 2012 von den spanischen Behörden aktualisierten Fassung sieht wie folgt aus:

Datum	Beschreibung	Öffentliche Investition (in EUR)
24.10.2000	Region Valencia beschließt Entwicklung von Ciudad de la Luz	—
2.11.2000	Ciudad de la Luz SA wird gegründet (75 % sind im Eigentum von Parque Temático de Alicante SAU und 25 % von Producciones Aguamarga SL)	450 000 [75 % von 600 000]
21.11.2001	Parque Temático de Alicante SAU erhöht durch einseitige Kapitalzuführung von 9 Mio. EUR seinen Anteil an Ciudad de la Luz SA auf 98,4 %	9 000 000
6.2.2003	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU [1] erhöht durch einseitige Kapitalzuführung von 30 Mio. EUR seinen Anteil an Ciudad de la Luz SA auf 99,6 %	30 000 000
4.5.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU erhöht durch einseitige Kapitalzuführung von 54 870 660 EUR seinen Anteil an Ciudad de la Luz SA auf 99,8 %	54 870 660
23.7.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU erwirbt den von Producciones Aguamarga SL an Ciudad de la Luz SA gehaltenen Anteil von 0,2 %, (Nennwert von 150 000 EUR) für 139 059 EUR (und erhöht damit ihren Anteil an Ciudad de la Luz SA auf 100 %)	139 059
9.3.2005	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU tritt das Land, auf dem die Studios gebaut wurden, an Ciudad de la Luz SA ab und erhöht dadurch ihren Eigenkapitalanteil um 9 800 040 EUR (obwohl das Grundstück in den Geschäftsbüchern von Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU mit 1 030 856 EUR bewertet worden war). Das Projekt hatte bereits vor diesem Tag die Genehmigung der Regierung von Valencia für den Bau der Studios auf diesem Grundstück erhalten.	9 800 040
Sommer 2005	Ciudad de la Luz SA beginnt die Tätigkeit als Filmstudio	—
28.4.2005	Beteiligungsdarlehen in Höhe von 95 Mio. EUR	95 000 000
26.12.2007	Beteiligungsdarlehen in Höhe von 20 Mio. EUR	20 000 000
30.6.2008	Wandelanleihe mit der Option, die Anleihe vor dem 31. Dezember 2008 in Aktien umzuwandeln	10 000 000

Datum	Beschreibung	Öffentliche Investition (in EUR)
2.1.2009	Wandelanleihe mit der Option, die Anleihe vor dem 30. Juni 2009 in Aktien umzuwandeln	10 000 000
17.3.2009	Wandelanleihe, genehmigt bis 30 Mio. EUR, mit der Option, die Anleihe vor dem 30. Dezember 2009 in Aktien umzuwandeln	25 829 840
31.12.2010	Unbezahlte Zinsen auf Beteiligungsdarlehen in 2009 & 2010	7 222 160
31.12.2010	Unbezahlte Zinsen auf nicht umgewandelten Anleihen in 2009 und 2010	1 814 187
	Insgesamt	274 125 946

([1]) Früher bekannt als Sociedad Parque Temático de Alicante, SAU.

(54) Die spanischen Behörden konzentrierten sich in ihren Antworten auf den Versuch, den Nachweis zu erbringen, dass es sich bei der Investition nicht um eine staatliche Beihilfe handelt, da ein marktwirtschaftlich handelnder Investor unter denselben Bedingungen in das Projekt investiert hätte (unter Anwendung des Prinzips des marktwirtschaftlich handelnden Kapitalgebers). Zur Stützung dieser Behauptung haben sie Berichte des Wirtschaftsberatungsunternehmens LEGC vorgelegt.

(55) Selbst wenn die Kommission der Ansicht sein sollte, dass zumindest ein Teil der Investition eine staatliche Beihilfe darstellt, behauptet Spanien, dass alle in Ciudad de la Luz gedrehten Filme die kulturellen Kriterien der Filmförderung von Valencia erfüllen, denen die Kommission im April 2008, im Dezember 2008 und im Juli 2009 ([14]) zugestimmt hatte. Nach der Auffassung von Spanien kann die Ausnahmeregelung für Kulturbeihilfen im Sinne von Artikel 107 Absatz 3 Buchstabe d AEUV für der Filmproduktion vor- und nachgelagerte Investitionsbeihilfen angewendet werden.

(56) Spanien stellt außerdem fest, dass jede Beihilfe in Form einer öffentlichen Finanzierung von Ciudad de la Luz und in Form von Produktionsanreizen unter der Perspektive der verzerrenden Auswirkungen nationaler Filmbeihilferegelungen gesehen werden sollte, denen die Kommission in anderen Mitgliedstaaten zugestimmt hat und aufgrund derer große Filmproduktionen an Wettbewerber von Ciudad de la Luz ([15]) gehen.

(57) Spanien beruft sich auch darauf, dass die damals (1998) anzuwendenden Leitlinien für Regionalbeihilfen eine Beihilfeintensität von 36 % an dem Investitionsprojekt zugelassen hätten. Auch die zusätzlichen Bedingungen, die später in den multisektoralen Rahmenbestimmungen für große Investitionsvorhaben mit einem geringeren Marktanteil als 25 % und einer Zunahme der Kapazität auf dem Markt von 5 % eingeführt wurden, wären erfüllt worden.

(58) Spanien legte einen zweiten Bericht von LECG vor, in welchem die Analyse des Geschäftsplans von 2004 durch die Kommissionsdienststellen kritisiert wurde. LECG kritisierte die Analyse der Kommissionsdienststellen und legte alternative Werte für die Daten und Risikofaktoren vor sowie retrospektive Bewertungen des Landes, auf dem Ciudad de la Luz errichtet wurde.

(59) In einer zweiten wirtschaftlichen Analyse untersuchten die Kommissionsdienststellen den Geschäftsplan von 2000 und die retrospektiven Landbewertungen, die von Spanien vorgelegt worden waren. Darüber hinaus wurde von einem unabhängigen Beratungsunternehmen im Auftrag der Kommission eine unabhängige wirtschaftliche Bewertung des Prinzips des marktwirtschaftlich handelnden privaten Kapitalgebers durchgeführt. Am 30. September 2011 wurde den spanischen Behörden der unabhängige Bericht zugesandt.

(60) Die spanischen Behörden wiederholten wie in ihrer Stellungnahme zum Beschluss zur Eröffnung eines Prüfverfahrens ihre Auffassung, dass die Rentabilitätsaussichten von Ciudad de la Luz mit seinen wichtigsten Wettbewerbern aus der Filmbranche in der EU verglichen werden sollten (wie z. B. Babelsberg, Pinewood) und nicht, wie es Ecorys ([16]) tut, mit diversifizierten US-amerikanischen Konglomeraten des audiovisuellen Sektors (Time Warner, Disney) ([17]). Die spanischen Behörden sind der Ansicht,

([14]) Staatliche Beihilfen, Entscheidungen N379/07 (2.4.2008), N309/08 (15.12.2008) und N108/2009 (30.7.2009).

([15]) Die nationalen Subventionen können im Vereinigten Königreich 24 % der Produktionskosten ausmachen und in Deutschland 20 %. Der Subventionswettlauf zwischen nationalen Filmbeihilferegelungen um Auslandsinvestitionen großer Filmproduktionen wird von der Kommission in ihrer Überprüfung der Mitteilung zur Filmwirtschaft thematisiert.

([16]) Das wirtschaftliche Beratungsunternehmen Ecorys hat eine unabhängige Studie zu diesem Fall durchgeführt. Siehe Abschnitt V für genauere Angaben.

([17]) Ecorys berücksichtigt in seinem Leistungsvergleich auch das europäische Filmstudio Babelsberg zusammen mit den anderen weltweit tätigen Unternehmen.

dass dieser Leistungsvergleich auf öffentlich verfügbaren Informationen (z. B Bloomberg) aus der Zeit ihrer Investitionsentscheidung (d. h. 2000 und 2004 und nicht 2008) basieren sollte. Schließlich machen sie geltend, dass eine Reihe von Missverständnissen oder technischen Mängeln die Schlussfolgerungen der Ecorys Studie entkräften ([18]). Die spanischen Behörden behaupteten, dass die Rentabilitätsaussichten der Investitionsentscheidung, basierend auf den zu dem Zeitpunkt verfügbaren Nachweisen, die Anforderungen des MEIP-Tests erfüllt hätten, wenn die Missverständnisse und technischen Mängel korrigiert und der passende Leistungsvergleich mit Wettbewerbern durchgeführt worden wäre.

V. **WÜRDIGUNG DER BEIHILFE**

(61) Im Sinne von Artikel 107 Absatz 1 AEUV „sind staatliche oder aus staatlichen Mitteln gewährte Beihilfen gleich welcher Art, die durch die Begünstigung bestimmter Unternehmen oder Produktionszweige den Wettbewerb verfälschen oder zu verfälschen drohen, mit dem Binnenmarkt unvereinbar, soweit sie den Handel zwischen Mitgliedstaaten beeinträchtigen". Daraus geht hervor, dass die folgenden kumulativen Voraussetzungen erfüllt sein müssen, damit eine staatliche Beihilfe vorliegt: 1. die Maßnahme muss aus staatlichen Mitteln gewährt werden, 2. sie muss Unternehmen einen wirtschaftlichen Vorteil verschaffen, 3. der Vorteil muss selektiv sein und den Wettbewerb verfälschen oder zu verfälschen drohen, 4. die Maßnahme muss den Handel zwischen Mitgliedstaaten beeinträchtigen.

Wirtschaftlicher Vorteil:

(62) Wie oben dargelegt, haben die spanischen Behörden argumentiert, dass die Maßnahme keine staatliche Beihilfe darstellt, da sie dem Prinzip des marktwirtschaftlich handelnden Kapitalgebers („MEIP"-Test) entspricht. Dieser Test prüft, ob ein marktwirtschaftlich handelnder Kapitalgeber zu dem Zeitpunkt, als die Entscheidung zugunsten der öffentlichen Investition getroffen wurde, unter denselben Bedingungen wie der öffentliche Kapitalgeber in das Projekt investiert hätte. Diesbezüglich ist es von Bedeutung, dass zuerst ein privater Kapitalgeber an dem Projekt beteiligt war ([19]) und dass die spanischen Behörden verschiedene Studien in Auftrag gegeben hatten, die zu dem Ergebnis kamen, dass das Projekt einen positiven Cashflow generieren würde (siehe Randnummer 22).

(63) Wie unter Randnummer 17 dargelegt ist, hielt im Fall von Ciudad de la Luz ursprünglich ein privater Kapitalgeber (das geschäftsführende Unternehmen) einen Anteil von 25 % an dem Projekt (d. h. 150 000 EUR an dem anfänglichen Grundkapital in Höhe von 600 000 EUR). Dieser private Investor hat sich jedoch zurückgezogen, bevor er selbst weitere Mittel zuschoss (sein Anteil wurde 2004 von SPTCV aufgekauft). Danach investierte kein weiterer privater Kapitalgeber mehr in das Projekt.

(64) Die Tatsache, dass der einzige verfügbare private Kapitalgeber nur in geringem Umfang Mittel bereitgestellt hat und sich zu dem Zeitpunkt zurückgezogen hat, als der große Teil der Investition zu erbringen war, kann als *Anscheins*beweis dafür gesehen werden, dass ein privater Kapitalgeber ein solches Projekt unter den damaligen Bedingungen nicht durchgeführt hätte. Darüber hinaus befand sich dieser private Investor in einer sehr speziellen Lage (und kann daher nicht mit dem marktwirtschaftlich handelnden Kapitalgeber verglichen werden, der in der Rechtsprechung herangezogen wird), da er im Gegenzug für eine Verwaltungsgebühr auch dafür verantwortlich war, das Projekt einzuleiten, die Bauarbeiten zu beaufsichtigen und die Studios zu verwalten und zu fördern. Wenn man die ursprüngliche Investition isoliert sieht, könnte sie auch aus anderen Gründen als der reinen Rentabilität rational gewesen sein.

(65) Mangels privater Aktieninhaber basierte die regionale Behörde ihre Investitionsentscheidung auf die Ergebnisse der Beratungsstudien. Das bloße Vorhandensein solcher Studien reicht jedoch nicht aus, um die Anforderungen des MEIP-Tests zu erfüllen. Vor der Bereitstellung von Mitteln in der Höhe des in Ciudad de la Luz investierten Kapitals würde man von einem privaten Kapitalgeber erwarten, dass er den Geschäftsplan und die Annahmen, auf denen solche Studien basieren, gründlich prüft. Ein privater Investor müsste selbst zu einem Urteil darüber gelangen, ob die besonderen Annahmen, die zur Begründung des Geschäftsplans herangezogen werden, in diesem speziellen Fall gerechtfertigt sind oder nicht. Darüber hinaus kann von einem privaten Kapitalgeber erwartet werden, dass er die erwartete Rendite des Ciudad de la Luz Projekts mit der erwarteten Rendite alternativer Projekte vergleicht. Eine solche Analyse wurde zu dem Zeitpunkt jedoch nicht durchgeführt. Außerdem war es noch nicht einmal möglich, einen solchen Vergleich auf der Grundlage der geschätzten positiven Cashflows durchzuführen, die in diesen Studien angegeben waren.

(66) Im Rahmen einer Untersuchung der staatlichen Beihilfe verlangt die Rechtsprechung, dass die Kommission ihre eigene Beurteilung der Fakten vornimmt ([20]). Folglich muss die Gültigkeit der Berichte geprüft werden, die zum Zeitpunkt der Transaktion erstellt wurden.

(67) Angesichts der Berichte, die die spanischen Behörden seit Einleitung des Prüfverfahrens vorgelegt haben, scheint es zwei Investitionsentscheidungen in Bezug auf das Projekt

([18]) Studie über die Anwendung des Prinzips des marktwirtschaftlich handelnden Kapitalgebers in Ciudad de la Luz — Abschließender Bericht (Ecorys — 19. Juli 2011)

([19]) In dem Fall Citynet Amsterdam beispielsweise kam die Kommission zu dem Schluss, dass der MEIP erfüllt sei, da der öffentliche Kapitalgeber unter vergleichbaren Bedingungen wie der private Kapitalgeber in das Projekt investiert hatte. Beschluss vom 1. Dezember 2007, C 53/2006.

([20]) In der Rechtssache *Valmont* vertrat das GEI die Auffassung, dass sich die Kommission bei ihrer Prüfung, ob bei dem Verkauf eines Grundstücks staatliche Beihilfen im Spiel waren, nicht einfach darauf hätte verlassen sollen, dass die Beurteilung eines unabhängige Sachverständigen vorliegt. Das GEI forderte, dass die Kommission auch seine Beweiskraft hätte prüfen müssen, was das GEI dann selbst tat (Rechtssache T-274-01). In Hamsa (Rechtssache C-316/02) und Lenzing (Rechtssache C-525/04) erkannte der Gerichtshof an, dass die Kommission in Bezug auf wirtschaftliche Fragen einen Ermessensspielraum hat, aber „die sachliche Richtigkeit der angeführten Beweise, ihre Zuverlässigkeit und ihre Kohärenz prüfen …" muss.

gegeben zu haben. Die erste erfolgte 2000 auf der Grundlage des Arthur Andersen Geschäftsplans von 2000 (er deckt Investitionen in dem Zeitraum 2002-2006 ab). Im Jahr 2004 wurde der Consultia Bericht in Auftrag gegeben; wahrscheinlich, um die Angemessenheit weiterer Investitionen in das Projekt zu prüfen. (Er deckte die tatsächliche Investition in dem Zeitraum 2002-2004 ab und gab eine Prognose über Investitionen in dem Zeitraum 2004-2014 ab). Folglich sollte der MEIP für beide Investitionsentscheidungen geprüft werden.

(68) Die Kommission hat bewertet, ob ein hypothetischer, privater Kapitalgeber in das Projekt zur Gründung von Ciudad de la Luz investiert hätte. Nach dem Prinzip des marktwirtschaftlich handelnden Investors wird die vorgenommene Investition als staatliche Beihilfe gewertet, wenn die vom Staat zu erhaltende Ausgleichszahlung niedriger ist als der Betrag, den ein privater Kapitalgeber unter den besonderen Umständen des jeweiligen Projekts gefordert hätte.

(69) Zur Finanzierung eines Projekts müssen Investoren Kapital investieren. Solches Kapital hat Kosten, die Kapitalkosten. Typischerweise gibt es zwei große Kapitalquellen: Eigenkapital und (finanzielles) Fremdkapital. Die Gesamtkapitalkosten sind der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz (WACC), der den Anteil von Eigen- und Fremdkapital berücksichtigt. Die Fremdkapitalkosten und die Eigenkapitalkosten sind erwartete und keine historischen Kosten. Im besonderen Fall von Ciudad de la Luz sah der Geschäftsplan vor, dass das Projekt vollständig über Eigenkapitel finanziert wird. Deshalb sind die Gesamtkapitalkosten das Eigenkapital.

(70) Ein privater Eigenkapitalgeber wäre bereit gewesen, in Ciudad de la Luz zu investieren, wenn der erwartete interne Zinsfuß ([21]) höher oder gleich den Opportunitätskosten des Eigenkapitals wäre ([22]) (d. h. die Rendite, die er bei einem ähnlichen Projekt hätte erhalten können).

(71) Die Kommission hat das Capital Asset Pricing Model kalibriert, um die Eigenkapitalkosten zu erhalten. Die Eigenkapitalkosten spiegeln die Opportunitätskosten der Investition für Anteilseigner an Unternehmen oder Projekten wider, die dasselbe (oder ein ähnliches) Geschäfts- und Finanzrisiko haben, wie das in Betracht kommende Projekt. Nach dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) sollten die Eigenkapitalkosten K_e anhand der folgenden Formel abgeschätzt werden:

$$K_e = R_f + ß(R_m - R_f)$$

dabei ist R_f der risikofreie Zinssatz, $(R_m - R_f)$ die Markt-Risikoprämie und ß ist das „Beta", ein Maß des systematischen (nicht-diversifizierbaren) Risikos, das mit den Aktien von Ciudad de la Luz verbunden ist und sowohl das wirtschaftliche als auch das finanzielle Risiko widerspiegelt.

(72) Für den risikofreien Satz R_f schlägt die Marktpraxis ([23]) vor, den Zinssatz für langfristige (typischerweise mit einer Laufzeit von zehn Jahren) Staatsanleihen im Land der Geschäftstätigkeit heranzuziehen (diese werden als die am wenigsten riskanten Investitionen angesehen). 2004 betrug in Spanien die durchschnittliche Jahresrendite auf Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren 4,1 % ([24]). Für die Markt-Risikoprämie sollte die historische Markt-Risikoprämie über einen angemessen langen Zeitraum herangezogen werden. Es ist gängige Marktpraxis, den Unterschied zwischen der historischen Rendite auf einen diversifizierten Aktienindex im Land der Geschäftstätigkeit und dem risikofreien Satz heranzuziehen. Nach Fernández (2004) ([25]) lag die historische Markt-Risikoprämie bei Staatsanleihen in Spanien (für den Zeitraum zwischen 1991 und 2003) zwischen 6,8 % und 9,3 %. Die Kommission wählte bei der Schätzung der Markt-Risikoprämie einen konservativen Ansatz und nahm den unteren Grenzwert dieser Spanne, nämlich 6,8 %. Eine weitere Abhandlung jüngeren Datums desselben Autors ([26]) untermauert die Gültigkeit dieses Wertes, indem sie für den Zeitraum 2000-2004 eine erforderliche Eigenkapitalprämie zwischen 6 und 7 % nennt.

(73) Für eine Schätzung des Betas zog die Kommission öffentlich verfügbare Informationen zu Unternehmen heran, die von den spanischen Behörden als direkte Wettbewerber von Ciudad de la Luz by identifiziert wurden, nämlich die Carrere Group ([27]) und Babelsberg. Diese Zahlen wurden von Finanzanalysten genannt, die eine eingehende Analyse der beiden Unternehmen durchführten. Ein Mittelwert der beiden Betas, angeglichen an das finanzielle Risikoprofil von Ciudad de la Luz ergibt einen Wert von etwa 1,5. Das ist ein konservativer Ansatz, da

([21]) Per Definition entspricht der interne Zinsfuß dem Diskontsatz, bei dem der Kapitalwert der Investition Null entspricht.

([22]) Brealey und Myers, 2000, Principles of Corporate Finance, Sechste Ausgabe (Kapitel 5, S. 100).

([23]) Siehe beispielsweise Brealey und Myers, 2000, Principles of Corporate Finance, Sechste Ausgabe (Kapitel 8).

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

([25]) Pablo Fernández 2004, „Market risk premium: required, historical and expected", Arbeitspapier IESE Business School.

([26]) Pablo Fernández (2009): „The equity premium in 150 textbooks", Arbeitspapier IESE Business School.

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

die Investition in Ciudad de la Luz wahrscheinlich ein höheres idiosynkratisches Risiko tragen wird als die anderen beiden, etablierten Studios. Ciudad de la Luz ist eine Green-Field-Investition in einer Region, in der weder spanische noch internationale Filmproduzenten angesiedelt sind. Anders ausgedrückt ist das Beta von Ciudad de la Luz wahrscheinlich höher als das seiner Wettbewerber.

(74) Unter Anwendung der vorstehenden Formel (siehe Randnummer 71), erhielt die Kommission das Ergebnis, dass die erwarteten Eigenkapitalkosten ungefähr 14,9 % betragen.

(75) Zum Vergleich: wie in Anhang I diskutiert wird, brachte Spanien vor, dass die Anwendung des CAPM-Modells zeigen würde, dass ein privater Investor eine Risikoprämie „fordern würde" und keine Rendite und zwar in Höhe von 3,75 % im Jahr 2000 und 2,07 % im Jahr 2004. Diese Berechnung basiert auf einem Beta von ß = 0,395. Ein Beta von 1 stellt das Portfolio aller Aktien dar, also die „Durchschnitts"aktie. Ein Beta deutlich unter 1 würde also eine Investition mit besonderen niedrigem Risiko darstellen. Spanien hat diese Annahme nicht substantiiert und hat sie nicht mit plausiblen und nachprüfbaren Daten belegt.

(76) Wie oben festgestellt wurde (siehe Randnummer 70) würde ein privater Kapitalgeber nur in ein Projekt investieren, dessen interner Zinsfuß höher als die Opportunitätskosten des Kapital sind. Die Kommission merkt an, dass der Geschäftsplan von 2000 nur die anfängliche Projektphase detailliert untersucht hat. Die Analyse der Kommission (siehe Anhang II) kommt, basierend auf dem Geschäftsplan von 2000, zu einem negativen Kapitalwert. Dabei stützt sie sich auf die in dem Geschäftsplan vorgelegten Cashflows und übernimmt diese unbesehen. Auf dieser Grundlage hätte ein privater Kapitalgeber nicht in das Projekt investiert.

(77) Bei der Festlegung des internen Zinsfußes wählt die Kommission erneut den konservativen Ansatz, indem sie die Annahmen des Geschäftsplans nicht hinterfragt, insbesondere nicht den Cashflow-Strom, der für das vorgeschlagene Projekt prognostiziert wird. Es sollte jedoch angemerkt werden, dass die in dem Geschäftsplan von 2004 prognostizierten Cashflows übermäßig optimistisch zu sein scheinen, insbesondere wenn man die Verluste berücksichtigt, die das Unternehmen in dem Zeitraum von 2002 bis 2004 gemacht hat ([28]). Auf der Grundlage der der Kommission zur Verfügung stehenden Informationen kann man folglich davon ausgehen, dass die im Geschäftsplan von 2004 erwarteten Cashflows einen oberen Grenzwert darstellen ([29]). Der Strom der Cashflows bestimmt die erwartete Rendite. Die Kommission glaubt auch die erwartete Rendite von Ciudad de la Luz unbesehen. Sie kalibriert jedoch die Kosten der Kapitalaufnahme. Das müsste von einem vernünftig handelnden privaten Kapitalgeber gemacht werden.

(78) Auf der Grundlage des von Ciudad de la Luz vorgeschlagenen Geschäftsplans von 2004 beträgt der interne Zinsfuß dieses Projekts 5,74 % (siehe Anhang I). Ein privater Kapitalgeber, der in Ciudad de la Luz investiert und mit Opportunitätskosten des Kapitals von mindestens 14 % konfrontiert wird (wie vorstehend errechnet, siehe Randnummer 73), hätte diese Investition nicht getätigt, da der interne Zinsfuß niedriger als die Opportunitätskosten des Kapitals ist.

(79) Darüber hinaus hat die Kommission den Kapitalwert der Investition in Ciudad de la Luz errechnet, um die Größenordnung des Werts anzugeben, den das Projekt für den privaten Kapitalgeber hätte. Das Ziel einer Investitionsentscheidung ist es, Anlagen zu finden, die mehr wert sind, als sie kosten, also Investitionen, bei denen die erwartete Rendite höher als die Opportunitätskosten des Kapitals sind. Wenn dies, wie bei Ciudad de la Luz, nicht der Fall ist, ist der Wert des Projekts negativ und folglich ist die Investition für einen vernünftig handelnden privaten Kapitalgeber nicht rentabel. Der Kapitalwert jedes Projekts gibt an, wie viel die Investition zum Zeitpunkt der Entscheidung wert ist. Er wird errechnet, indem der im Geschäftsplan vorgesehene Cashflow-Strom unter Anwendung des Abzinsungsfaktors — den Kapitalkosten — abgezogen wird. Intuitiv gilt: je höher die Kapitalkosten, desto niedriger der Kapitalwert.

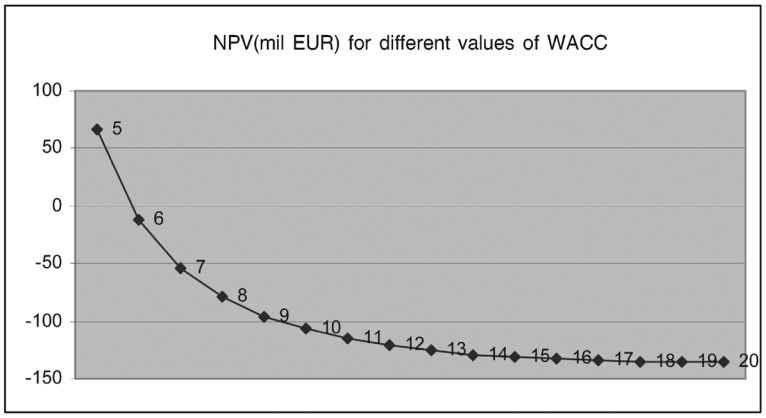
(80) Im Fall von Ciudad de la Luz ergibt sich unter Zugrundelegung von Opportunitätskosten des Kapitals von 14 % und den in dem Consultia Geschäftsplan von 2004 angegebenen Cashflows (die von der Kommission

([28]) *Quelle*: ORBIS Geschäftsbericht.

([29]) Der unabhängige Ecorys-Bericht geht darüber hinaus und prüft auch die Annahmen des Geschäftsplanes und kritisiert einige von ihnen. Er weist beispielsweise darauf hin, dass „die Wahl des Standortes aus strategischen Gesichtspunkten nicht offensichtlich zu sein scheint, da keine Synergien mit umliegender Filmindustrie festgestellt werden konnten. Und es gibt andere Regionen in Spanien mit ähnlichen geografischen Standorten, die sich dichter an bestehenden Filmindustrie-Clustern befinden" (S. 30). Der Bericht fährt fort: „In diesem Zusammenhang ist zu unterstreichen, dass insbesondere in den ersten Betriebsjahren des Studios und der Schule lokal keine vor Ort geschulten und ausgebildeten Ressourcen zur Verfügung stehen. Deshalb würde ein vorsichtiger Kapitalgeber vermutlich einen anderen Standort bevorzugt haben, um ein ähnliches Filmstudio aufzubauen" (S. 31) In Bezug auf die Investition von 2004 wird in dem Bericht auf Folgendes hingewiesen: „Es ist fraglich, ob sich ein privater Kapitalgeber dazu entschließen würde, ein Green-Field-Filmstudio in einer Gegend zu errichten, in der in den ersten Betriebsjahren des Studios und der Schule keine angemessenen Humanressourcen zur Verfügung stehen" (S. 39).

wie in Randnummer 76 erklärt, unbesehen übernommen werden) ein Kapitalwert der Investition von ungefähr minus 130 Mio. EUR (siehe Anhang). Folglich lohnt sich diese Investitionsmöglichkeit nicht für einen privaten Kapitalgeber.

(81) Die Kommission hat auch eine Überprüfung der Robustheit vorgenommen. Dabei hat sich gezeigt, dass das Ergebnis sehr solide ist. Wie von der Kommission geschätzt, reagiert das Ergebnis ab einem bestimmten Schwellenwert kaum auf den Wert der Opportunitätskosten des Kapitals. Anders ausgedrückt: signifikante Änderungen der von der Kommission bei der Berechnung der Kapitalkosten kalibrierten Parameter ändern das Ergebnis nicht. Die nachfolgende Grafik stellt die ungefähren Werte des Kapitalwerts bei verschiedenen Werten der Kapitalkosten (WACC) von 5 % bis 20 % dar. Die Grafik illustriert, dass der Kapitalwert bei einem WACC zwischen 5 % und 6 % negativ wird. Wenn die Kapitalkosten über 6 % liegen, würde ein privater Kapitalgeber folglich nicht in das Projekt investieren. WACC-Werte über 10 % wirken sich darüber hinaus praktisch nicht auf den Kapitalwert aus. Die Kommission hat einen WACC von ungefähr 14 % geschätzt, der also in einem Bereich liegt, in dem man mit einem hohen Maß an Konfidenz schlussfolgern kann, dass das Projekt nicht profitabel ist.



(82) Als Reaktion auf die Bewertung der Kommission haben die spanischen Behörden basierend auf dem Bericht des Wirtschaftsberatungsunternehmens ([30]) argumentiert, dass diese Bewertung fehlerhaft ist. Erstens wurde die CAPM-Analyse als solche zwar als richtiger Ansatz gesehen, der Bericht des Beratungsunternehmens hinterfragt jedoch die von der Kommission herangezogenen Werte der Parameter. Insbesondere hätten die Eigenkapitalprämie und die „Betas" niedriger sein müssen. Zweitens hätte die Kommission zur Festlegung der entsprechenden Richtgröße nicht nur den Geschäftsplan von Consultia IT heranziehen sollen, sondern auch den von Arthur Andersen von 2000. Drittens habe die Kommission zum Abschätzen der erwarteten Profitabilität des Projekts Ciudad de la Luz nicht die geeigneten finanzwirtschaftlichen Kennzahlen herangezogen. Schließlich habe es die Kommission versäumt, die erwarteten Einnahmen aus der Entwicklung von Hotels und Büroflächen zu berücksichtigen.

(83) Diese Argumente wurden von der Kommission entkräftet. In Bezug auf die Eigenkapitalprämie wird in Anhang II im Einzelnen erläutert, warum die Werte in dem von Spanien vorgeschlagenen Rahmen nicht stichhaltig sein können. Am wichtigsten ist hierbei, dass die für die Prämie vorgeschlagenen Werte für das Jahr 2009 geschätzte Werte waren und nicht die Werte, die 2000 und 2004 am häufigsten auftraten. Die für eine Schätzung des CAPM herangezogenen Werte sollten eindeutig die zum Zeitpunkt der Geschäftsentscheidung geltenden Werte sein. Tatsächlich legt der von den spanischen Behörden zitierte Autor für den betreffenden Zeitraum Schätzungen vor, die mit der Bewertung der Kommission übereinstimmen. In Anhang II wird auch erläutert, warum die Forderung der spanischen Behörden nach niedrigeren „Betas" fehlerhaft ist. Die Kommission zieht Werte von öffentlichen Studien heran, die Betas für enge Wettbewerber von Ciudad de la Luz errechnet haben. Der Vorschlag der spanischen Behörden, historische Betas zu wählen, wird von Finanzexperten abgelehnt.

(84) Als Antwort auf die Forderung der spanischen Behörden, den Geschäftsplan von 2000 zu berücksichtigen, legt Anhang II eine solche Berechnung vor. Wie ersichtlich ist, wäre der WACC in dem Fall aufgrund einer höheren Risikoprämie und eines höheren risikofreien Zinssatzes sogar noch höher als in 2004. Auch diese Berechnung führt zu einem negativen Kapitalwert. In Bezug auf mögliche Einnahmen aus Hotels und Büroflächen schließlich, basieren die Behauptungen der spanischen Behörden auf neuen Nachweisen, nämlich auf sechs Gutachten zur Grundstücksbewertung, die nachträglich erstellt wurden. Diese Nachweise standen damals einem potenziellen Investor nicht zur Verfügung. Während in dem Andersen-Bericht die Möglichkeit der Errichtung eines Hotelkomplexes erwähnt wird, enthält er keine Informationen über die erwartete Rentabilität und es lag kein Geschäftsplan bezüglich der Entwicklung des Landes vor. Anhang II untersucht dennoch detailliert die vorgeschlagenen Ex-post-Berichte über die Landentwicklung. Sie enthalten gravierende Fehler. Die für Büroflächen in dem Komplex

([30]) Verweis auf den zweiten LEGG-Bericht.

Ciudad de la Luz vorgeschlagenen Richtpreise entsprechen beispielsweise den Preisen in den renommiertesten Einkaufsstraßen von Alicante. Angesichts der Tatsache, dass sich der Komplex Ciudad de la Luz außerhalb der Stadt Alicante in der Nähe eines Industriekomplexes befindet, sind solche Richtpreise stark überhöht. Ähnlich sind die Richtpreise für Hotels an Hotels mit 4 oder 5 Sternen ausgerichtet. Es gibt keine Hinweise dafür, dass eine ausreichende Nachfrage nach solchen Hotels außerhalb von Alicante (und dicht an einer Autobahn und einem Industriekomplex) besteht.

(85) Abgesehen von ihrer eigenen internen Bewertung hat die Kommission auch eine unabhängige Studie zu der Frage in Auftrag gegeben, ob ein privater Kapitalgeber eine solche Investition in Ciudad de la Luz unter den gleichen Bedingungen vorgenommen hätte. ([31]) In dem Ecorys-Bericht werden verschiedene Szenarien betrachtet, bei denen die Schätzung der Eigenkapitalkosten zwischen 12,5 % und 21,4 % für die Investition im Jahr 2000 und zwischen 10,9 % und 15,9 % für die weitere Investition in 2004 liegen. Folglich liegt das Ergebnis der Studie der Kommission innerhalb der von Ecorys berechneten Bandbreite. Im Gegensatz dazu liegt der auf der Grundlage des Geschäftsplans errechnete interne Zinsfuß deutlich unter den von Ecorys geschätzten Mindesteigenkapitalkosten.

(86) Ecorys gelangt folglich insgesamt zu dem Schluss, dass es nicht als wahrscheinlich erscheint, dass die in 2000 und 2004 getätigten Investitionen dem Verhalten eines sorgfältigen handelnden privaten Kapitalgebers in einer Marktwirtschaft entsprochen haben. In Bezug auf den Investitionsplan von 2000 kommt Ecorys zu dem Ergebnis, dass das rekonstruierte Geschäftsszenario einen negativen Kapitalwert in Höhe von 9,3 Mrd. PTA aufweist. Für einen umsichtigen, marktwirtschaftlich handelnden Kapitalgeber wäre es viel interessanter gewesen, auf dem Wertpapiermarkt zu investieren. In Bezug auf die Investition von 2004 kommt Ecorys zu dem Schluss, dass „sich ein sorgfältiger, marktwirtschaftlich handelnder Kapitalgeber höchstwahrscheinlich dagegen entschieden hätte, das vollständige CDL-Projekt abzuschließen und stattdessen vielleicht die sechs Tonbühnen betrieben hätte, in die bereits investiert worden war oder das Projekt beendet und den Verlust in Kauf genommen hätte". ([32]) Schließlich vertritt Ecorys die Auffassung, dass ein privater Kapitalgeber kein Beteiligungsdarlehen oder sonstiges Darlehen für das Projekt bereitgestellt hätte, da der Cashflow des Projekts für Schuldendienstleistungen nicht ausreichte.

(87) Es wird folglich die Schlussfolgerung gezogen, dass weder die zwischen 2000 und 2004 in Ciudad de la Luz getätigten Investitionen noch die späteren, dem Prinzip des marktwirtschaftlich handelnden Kapitalgebers entsprechen und damit einen Vorteil für das Unternehmen Ciudad de la Luz SAU darstellen. Da die MEIP-Tests nicht erfüllt werden, hätte ein marktwirtschaftlich handelnder Investor im Jahr 2000 nicht investiert und hätte auf der Grundlage des Wirtschaftsplans von 2004 nicht weiter in das Projekt investiert.

(88) Folglich ist die Kommission der Ansicht, dass der wirtschaftliche Vorteil der gesamte Wert der Investition ist. Bei den Ciudad de la Luz von SPTCV gewährten Darlehen handelte es sich um nachrangige Darlehen, was heißt, dass sie in der Bilanz ähnlich wie Eigenkapital behandelt wurden. Wie die Kommission bereits im Beschluss zur Eröffnung eines Prüfverfahrens festgestellt hat, wurden die Zinsen für die Darlehen mit einem festen und einem variablen Teil berechnet. Der Zinssatz für den festverzinslichen Teil war sehr niedrig und würde von einem marktwirtschaftlich handelnden Kapitalgeber nicht akzeptiert werden. Der ungewöhnlich niedrige festverzinsliche Teil des Darlehens könnte im Prinzip dank der Verknüpfung des variablen Teils an die Rentabilität des Projekts durch die Aussicht auf eine angemessene Vergütung aus dem Beteiligungsdarlehen kompensiert werden. Im vorliegenden Projekt könnte das jedoch nicht der Fall sein (siehe die vorstehende Begründung des Prinzips des marktwirtschaftlich handelnden Kapitalgebers). Darüber hinaus wurden bei der Gewinnprognose und der der Kommission von den spanischen Behörden für die Zeitraum 2002-2014 vorgelegten Erklärung keine finanziellen Kosten berücksichtigt. Schließlich waren die Darlehen theoretisch im April 2015 zurückzuzahlen, also nach dem Datum der Beendigung (und möglicherweise nach Veräußerung) des Projekts, die für 2014 geplant war. Das hätte ein marktwirtschaftlich handelnder Kreditgeber nicht akzeptiert. In ihrer Antwort vom 20. April 2009 auf den Beschluss zur Eröffnung eines Prüfverfahrens haben die spanischen Behörden erklärt, dass diese Darlehen von einem wirtschaftlichen Standpunkt aus als Kapitalspritze betrachtet werden sollten, da der Kapitalgeber und der Anteilseigner identisch sind (d. h. SPTCV). Da keines der 2005, 2007, 2008 und 2009 bezahlten Darlehen (auch nur teilweise) zurückgezahlt wurde und der Begünstigte keine Zinsen für diese Darlehen bezahlt hat, müssen sie tatsächlich de facto als Eigenkapitalinvestition gesehen werden. Gemäß den von den spanischen Behörden im April 2012 vorgelegten Informationen belief sich der Gesamtbetrag Ende 2010 auf 265 089 599 EUR ([33]).

Selektivität

(89) Die Beihilfe ist auch selektiv, da der Nutzen aus dieser Unterstützung nur für diejenigen Unternehmen einen Vorteil darstellt, die in diesem Sektor aktiv sind — und in Wirklichkeit nur einigen von ihnen.

Staatliche Mittel

(90) Die Kommission merkt an, dass die Generalitat Valenciana die Investition vollumfänglich über die sich vollständig in ihrem Besitz befindliche Investmentgesellschaft SPTCV finanziert hat und dass die Studien, die zur

([31]) Ecorys, Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz, 19. Juli 2011.

([32]) Seiten 30 und 39 des Ecorys-Berichts.

([33]) Wie in den Randnummern 29 und 53 dargelegt. Da die Darlehen als Eigenkapitalinvestition angesehen werden, werden keine Zinsbelastungen berücksichtigt.

öffentlichen Investition in Ciudad de la Luz geführt haben, von Generalitat Valenciana ausgeführt wurden. Also können diese vergebenen Mittel als einzelstaatliche Mittel betrachtet werden.

Wettbewerbsverzerrung

(91) Wenn eine staatliche Beihilfe die Position eines Unternehmens verglichen mit anderen konkurrierenden Unternehmen stärkt, sind die letztgenannten durch diese Beihilfe beeinträchtigt. Die Unterstützung stärkt die Position von Ciudad de la Luz verglichen mit anderen Wettbewerbern, indem sie es Ciudad de la Luz ermöglicht, auf den Markt der Filmstudios zu gelangen. Der Wettbewerb zwischen den Unternehmen, die von dieser Maßnahme profitieren und denen, die nicht von ihr profitieren, ist verzerrt. Selbst wenn man annimmt, dass Filmproduktionen in anderen Mitgliedstaaten, in denen andere Filmstudios ihren Standort haben, Beihilfen erhalten, ist das kein einschlägiges Argument für die Verneinung des Vorliegens einer Wettbewerbsverzerrung. Eine Maßnahme entgeht nicht ihrer Qualifizierung als staatliche Beihilfe, nur weil andere Mitgliedstaaten möglicherweise auch ihre eigenen marktverzerrenden Maßnahmen ergriffen haben. Ein solcher „Ausgleich" findet nicht bei der Bewertung der Frage statt, ob eine Wettbewerbsverzerrung vorliegt.

Beeinträchtigung des Handels

(92) Schließlich ist die Kommission der Ansicht, dass die betreffende Maßnahme den Handel zwischen den Mitgliedstaaten beeinträchtigt. Filmstudios vermarkten ihre Einrichtungen auf einer internationalen Basis. Filmproduzenten verhandeln regelmäßig über Preise und Bedingungen mit einer Reihe von Filmstudios, die in verschiedenen Mitgliedstaaten niedergelassen sind. Die Kommission hat Beihilferegelungen in Spanien und in anderen Mitgliedstaaten genehmigt, die die Produktion audiovisueller Werke unterstützen und folglich indirekt die Nutzung nationaler technischen Einrichtungen, einschließlich Filmstudios unterstützen. Das vierte Kriterium der Mitteilung zur Filmwirtschaft von 2001 verbietet jedoch zusätzliche Beihilfen für besondere Filmarbeiten, einschließlich der Nutzung von Filmstudios.

Schlussfolgerung

(93) Angesichts der obigen Ausführungen ist die Kommission der Ansicht, dass das Projekt Ciudad de la Luz einen selektiven wirtschaftlichen Vorteil verschafft. Das Projekt wird öffentlich finanziert, verzerrt den Wettbewerb und beeinträchtigt den innergemeinschaftlichen Handel. Folglich sieht die Kommission die notifizierte Maßnahme als eine staatliche Beihilfe im Sinne von Artikel 107 Absatz 1 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union an.

Vereinbarkeit

(94) Zuerst muss die Kommission sicherstellen, dass die Beihilfe nicht in anderen Bereichen als der staatlichen Beihilfe gegen die Bestimmungen des AEUV verstößt. In diesem Fall erfolgt die Bewertung der Kommission unbeschadet etwaiger weiterer Feststellungen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit EU-Vorschriften für die öffentliche Auftragsvergabe. Die Beihilfe enthält keine weiteren Elemente, die Probleme im Hinblick auf den Grundsatz der allgemeinen Rechtmäßigkeit der Beihilfe darstellen könnten.

(95) Wie im Beschluss zur Eröffnung eines Prüfverfahrens festgestellt wurde, haben die spanischen Behörden ergänzend geltend gemacht, dass die Maßnahme mit Artikel 107 Absatz 3 als Regionalbeihilfe und zur Förderung der Kultur vereinbar wäre, sollte die Kommission feststellen, dass die betreffenden Maßnahmen eine staatliche Beihilfe darstellen.

Regionalbeihilfe

(96) Eine Regionalbeihilfe für den Bau von Ciudad de la Luz könnte dadurch gerechtfertigt sein, dass die Investition in einem geförderten Gebiet getätigt wurde. Die spanischen Behörden haben vorgebracht, dass eine Intensität der Beihilfe in Höhe von 36 % im Rahmen der Bestimmungen der Regionalbeihilfe zulässig ist, die zum Zeitpunkt der ursprünglichen Investitionsentscheidung von 2000-2006 gültig war.

(97) Da es sich hierbei um nicht angemeldete Beihilfemaßnahmen handelt, finden die Regionalbeihilfeleitlinien für 2000-2006 ([34]) Anwendung. Punkt 4.2 der Leitlinien legt fest: „Um zu gewährleisten, dass die produktiven Investitionen rentabel und gesund sind, muss der Beitrag des Beihilfeempfängers zu ihrer Finanzierung mindestens 25 % betragen." Fußnote 20 der Leitlinien legt fest, dass dieser Mindestbeitrag von 25 % keine Beihilfe enthalten darf. Zwar gab es für 25 % des anfänglichen Grundkapitals von 600 000 EUR einen privaten Kapitalgeber, bei diesem handelte es sich jedoch um die Gesellschaft, die das Projekt für eine Gebühr verwaltete. Dieser Kapitalgeber investierte nicht weiter in das Projekt, um seinen Anteil der Mehrheit der öffentlichen Investitionen in das Projekt anzupassen. Folglich kann diese erste Investition nicht isoliert von der öffentlichen Investition betrachtet werden, da sie keine unabhängige Investition ist. Darüber hinaus kaufte SPTCV im Juli 2004 die Anteile des privaten Kapitalgebers auf, wodurch dessen Anteil auf 0,2 % fiel.

(98) Die spanischen Behörden haben argumentiert, dass die Investition in Höhe von 25 % von SPTCV selbst als Beitrag des Beihilfeempfängers angesehen werden könnte. Die Kommission ist der Ansicht, dass ein solcher Ansatz, bei dem 25 % der Investition durch eine öffentliche Einrichtung gedeckt sind, die nicht wie ein privater Kapitalgeber handelt (siehe vorstehend Abschnitt V, Unterabschnitt „Wirtschaftlicher Vorteil"), während die verbleibenden 75 % der Investition ebenfalls aus staatlichen Mitteln erfolgen, nicht sicherstellen kann, dass die unterstützte produktive Investition rentabel und gesund ist.

([34]) ABl. C 74 vom 10.3.1998, S. 9.

(99) Da die Investition in Ciudad de la Luz vollständig aus öffentlichen Mitteln von SPTCV finanziert wurde, wird diese Voraussetzung nicht erfüllt.

Beihilfen für den audiovisuellen Sektor

(100) In bestimmten Situationen hat die Kommission Beihilfen für den audiovisuellen Sektor im Sinne von Artikel 107 Absatz 3 Buchstabe c bewilligt, wobei sie die kulturellen Ziele von Artikel 167 AEUV berücksichtigt. Die Ausnahmeregelung für Kulturbeihilfen kann in Verbindung mit anderen Rechtsgrundlagen für die Vereinbarkeit angewendet werden, beispielsweise mit der Hilfe für gewisse Wirtschaftszweige im Sinne von Artikel 107 Absatz 3 Buchstabe c AEUV. ([35]) Auch wenn dies nicht von den spanischen Behörden vorgebracht wurde, wird die Rechtsgrundlage angesichts der Stellungnahmen anderer Parteien im Folgenden untersucht.

(101) Eine Beurteilung im Rahmen von Artikel 107 Absatz 3 Buchstabe c AEUV wird in einem Drei-Stufen-Test vorgenommen, bei dem die Vorteile und die negativen Auswirkungen der betreffenden Maßnahme gegeneinander abgewogen werden.

(102) Bei der Anwendung dieses Drei-Stufen-Tests bewertet die Kommission die folgenden Fragen:

a) Ist die Zielsetzung der Beihilfemaßnahme klar definiert und von gemeinsamem Interesse (d. h. das Marktversagen zu beheben oder ein anderes Ziel zu verfolgen)?

b) Ist das Beihilfeinstrument so gestaltet, dass das im gemeinsamen Interesse liegende Ziel erreicht werden kann? Insbesondere:

i) Ist die Beihilfemaßnahme ein geeignetes Instrument, d. h. gibt es andere, besser geeignete Instrumente?

ii) Hat sie einen Anreizeffekt, d. h., ändert sie das Verhalten von Unternehmen?

iii) Ist die Beihilfe verhältnismäßig, d. h. könnte dieselbe Verhaltensänderung auch mit einer geringeren Beihilfe erreicht werden?

c) Sind die Verfälschungen von Wettbewerb und Handel in ihrem Ausmaß so begrenzt, so dass die Gesamtbilanz der Auswirkungen positiv ist?

Ziel der Beihilfemaßnahme

(103) Ein „Marktversagen" liegt vor, wenn das Marktgeschehen nicht zum höchsten umfassenden sozialen Schutz führt. Im Fall sogenannter öffentlicher oder meritorischer Güter ([36]) kann es zu ineffizienten Marktergebnissen kommen. Solche Güter erzeugen positive externe Effekte, bei denen der soziale Nutzen den privaten Nutzen übersteigt. Als Ergebnis liegt die gelieferte Menge unterhalb des Optimums — was wiederum das öffentliche Eingreifen (und möglicherweise öffentliche Subventionen) rechtfertigen könnte.

(104) In der EU besteht ein äußerst wettbewerbsorientierter Markt mit einer Reihe großer Filmstudios. Im Bereich großer Filmproduktionen sind die europäischen Filmstudios darüber hinaus einem beträchtlichen Wettbewerb von Studios außerhalb der EU ausgesetzt. Der Anscheinsbeweis unterstützt folglich kein Marktversagen auf der Grundlage einer unzureichenden Versorgung und hoher Zugangskosten. In ihrer Antwort auf den Beschluss zur Eröffnung eines Prüfverfahrens machen die spanischen Filmproduzenten geltend, dass der spanische Markt vor dem Bau von Ciudad de la Luz keine ähnlichen hochwertigen Leistungen angeboten hat. Die valenzianischen Filmproduzenten haben insbesondere darauf hingewiesen, dass ihnen der Zugang zu einem lokalen Filmstudio ermöglichen würde, die Produktionskosten zu senken (niedrigere Transportkosten, Nähe zu anderen Dienstleistungen, die für die Filmproduktion benötigt werden usw.).

(105) Die Tatsache, dass heimische Filmproduzenten von Ciudad de la Luz profitieren würden, reicht jedoch nicht aus, um ein wie oben definiertes „Marktversagen" zu begründen. Erstens wäre es mit dem von den spanischen Behörden erklärten Ziel unvereinbar, dass Ciudad de la Luz ein Marktversagen in Bezug auf die lokale Filmproduktion behebt. Der Consultia-Bericht von 2004 sieht nur lokale Filmstudios als „indirekte" Wettbewerber an, da Ciudad de la Luz stattdessen auf große Filmproduktionen abzielen würde.

([35]) Siehe insbesondere NN 84/2004 vom 22. März 2006 — France — Régimes d'aide au cinéma et à l'audiovisuel. In dieser Rechtssache hat die Kommission ex post auf der Grundlage von Artikel 107 Absatz 3 Buchstaben c und/oder d AEUV Beihilfemaßnahmen für die Unterstützung insbesondere des Filmverleihs, der Eröffnung, Renovierung oder Modernisierung von Kinos, für Video-Musik oder den Vertrieb von Videos, FuE und die Entwicklung von Postproduktionstechniken bewilligt. Siehe auch N 192/2008 vom 11. April 2008 — Spain — Promotion of dubbing and subtitling of movies in Basque.

([36]) Öffentliche Güter liegen vor, wenn es nicht möglich ist, einer einzigen Person ein Gut oder eine Dienstleistung zu bieten, ohne andere auszuschließen oder wenn eine Nicht-Rivalität im Konsum besteht (z. B. Straßenbeleuchtung, Straßen). Güter allgemeinen Interesse oder meritorische Güter sind die Güter und Dienstleistungen, von denen die Regierung glaubt, dass die Menschen sie in zu geringem Umfang konsumieren und die deshalb subventioniert oder kostenlos bereitgestellt werden sollten (z.B. Bildung, öffentliche Büchereien).

(106) Zweitens müsste bewertet werden, ob der soziale Nutzen eines Filmstudios wie Ciudad de la Luz größer ist als die Kosten, um ein Marktversagen in Bezug auf spanische Filmproduzenten aufzuzeigen. Dann müsste unter anderem abgewogen werden, ob die bestehenden Einrichtungen nicht ausreichen, d. h. ob die spanischen Filmproduzenten nicht die bestehenden Filmstudios in Spanien (wie Video Planning, Cartuja Producciones und Loasur Audiovisual in Andalucía, MEDIA Park in Cataluña, Platós Valencia in Valencia und Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Estudios Los Ángeles und Flash Estudio in Madrid) oder in anderen Mitgliedstaaten nutzen könnten. Während die spanischen Filmproduzenten auf einige (unbezifferte) Kostenvorteile von Ciudad de la Luz hinwiesen, haben sie nicht argumentiert, dass solche lokalen Filmstudios für die innerstaatliche Filmproduktion unerlässlich seien.

Angemessene Ausgestaltung der Beihilfe

(107) Da kein klar definiertes Marktversagen vorliegt, das durch die Beihilfe behoben werden würde, kann sie nicht als angemessen und verhältnismäßig angesehen werden, um dieses Marktversagen zu beheben. Wäre der Zweck des Filmstudios die Unterstützung der lokalen Filmproduktion, so wäre es unter anderem erforderlich gewesen, die getätigte Investition mit anderen Maßnahmen zu vergleichen, mit denen aus Sicht der Filmproduzenten vergleichbare Wirkungen hätten erzielt werden können. Ein solcher Vergleich wurde von den spanischen Behörden nicht vorgelegt.

Verzerrung des Wettbewerbs und des Handels

(108) Die Abwägungsprüfung erfordert auch die Bewertung negativer Auswirkungen in Bezug auf eine Verzerrung des Wettbewerbs und des Handels. Wenn man bedenkt, dass die Produktion beträchtlich unter den ursprünglichen Erwartungen zurückgeblieben ist und dass in erster Linie lokale Filmproduktionen angezogen wurden, kann man davon ausgehen, dass die verzerrenden Auswirkungen der Ciudad de la Luz Filmstudios bis heute eher begrenzt waren. Die Anzahl der Filme, die in Ciudad de la Luz produziert wurden, ist jedoch kein guter Indikator für die möglichen verzerrenden Auswirkungen. Der Eintritt von Ciudad de la Luz auf den europäischen Filmstudiomarkt hat die allgemeine Studiokapazität erhöht. Die elementare wirtschaftliche Denkweise impliziert, dass eine solche Steigerung unabhängig vom tatsächlichen Umfang, in dem Ciudad de la Luz sich Produktionen sichern kann, zu einem allgemeinen Preisrückgang führt. Da sich dies auf den gesamten Marktpreis auswirken würde, könnte ein solcher Preisrückgang nicht nur durch einen Vergleich der Preisgestaltung von Ciudad de la Luz mit derjenigen der Wettbewerber betrachtet werden. Darüber hinaus könnte der Bau von Ciudad de la Luz andere Mitgliedstaaten dazu anregen, ähnliche Investitionen zu tätigen. Und schließlich könnte sich in Zukunft die Stellung von Ciudad de la Luz auf dem Markt angesichts seiner modernen Einrichtungen ändern.

(109) Aus den dargelegten Gründen kann die Beihilfe nicht als vereinbar mit Artikel 107 Absatz 3 Buchstabe c angesehen werden, da sie kein Marktversagen des Sektors behebt und die Gefahr einer Beeinträchtigung von Wettbewerb und Handel besteht.

Kulturbeihilfen — Investition in die Errichtung von Filmstudios

(110) Die spanischen Behörden haben keine Argumente vorgebracht, die zu einer Änderung der Ansicht der Kommission führen könnten, die diese in ihrem Beschluss zur Eröffnung eines Prüfverfahrens zum Ausdruck gebracht hat. Dort steht, dass sie „der Meinung ist, dass nichts darauf hindeutet, dass die Ausnahmeregelung [für Kulturbeihilfen] auf staatliche Beihilfen angewendet werden kann, die für den Bau und den Betrieb eines neuen, großen Filmstudiokomplexes genutzt werden." Im Beschluss zur Eröffnung eines Prüfverfahrens wurde die Möglichkeit abgetan, die Studios als „kulturelle Infrastruktur" zu behandeln, da sie hochspezialisiert sind und ihre Nutzung auf den audiovisuellen Sektor begrenzt ist (für das Drehen von Filmen, Fernsehproduktionen und Werbung).

(111) Damit die in Artikel 107 Absatz 3 Buchstabe d AEUV vorgesehene Ausnahmeregelung für Kulturbeihilfen auf eine Förderung angewendet werden kann, die nicht unter die Mitteilung zur Filmwirtschaft fällt, müsste die Beihilfe nicht nur notwendig, angemessen und verhältnismäßig sein (wie im Fall der vorstehenden Bewertung in Bezug auf Artikel 107 Absatz 3 Buchstabe c), sondern auch auf ein kulturelles Ziel ausgerichtet sein. Da festgestellt wurde, dass diese Kriterien nicht in Bezug auf Artikel 107 Absatz 3 Buchstabe c vorliegen, gilt dies auch für Artikel 107 Absatz 3 Buchstabe d.

Kulturbeihilfen — Anreize für Filmproduzenten

(112) Im Dezember 2008 hat die Kommission die Filmfördermaßnahmen genehmigt, die die Region Valencia auf der Grundlage der Mitteilung zur Filmwirtschaft angeboten hat ([37]). Vor diesem Zeitpunkt können Fördermaßnahmen, die die Regionalregierung von Valencia im Zusammenhang mit Filmarbeiten in Ciudad de la Luz gewährt hat, in den Fällen nicht als vereinbar angesehen werden, in denen das Drehen in Ciudad de la Luz eine Voraussetzung für die Beihilfe war (dies widerspricht dem vierten Kriterium der Mitteilung zur Filmwirtschaft, nach dem zusätzliche Beihilfen für besondere Filmarbeiten nicht zulässig sind).

([37]) Die Mitteilung zur Filmwirtschaft von 2001 legt die Kriterien fest, nach denen die Ausnahmeregelung für Kulturbeihilfen im Sinne von Artikel 107 Absatz 3 Buchstabe d auf Beihilferegelungen angewendet werden kann, die die Produktion audiovisueller Werke fördern.

(113) Schließlich besteht keine Notwendigkeit, im Rahmen der vorliegenden Entscheidung weiter zu prüfen, ob den Filmproduzenten eine Beihilfe gewährt wurde.

VI. **FAZIT**

(114) Die Kommission stellt fest, dass Spanien Ciudad de la Luz SA unter Verstoß gegen Artikel 108 Absatz 3 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union rechtswidrig staatliche Beihilfen gewährt hat. Ein privater Kapitalgeber hätte nicht zu denselben Bedingungen in Ciudad de la Luz investiert, wie dies die Region Valencia getan hat. Deshalb sieht die Kommission die gesamte öffentliche Investition in das Projekt als rechtswidrige Beihilfe an.

(115) Folglich beläuft sich die Beihilfe bis Dezember 2010 auf den Gesamtbetrag von 265 089 599 EUR für direkte öffentliche Investitionen in Ciudad de la Luz SA sowie auf alle Fördermaßnahmen, die Filmproduzenten unter der Voraussetzung gewährt wurden, dass sie in Ciudad de la Luz drehen.

(116) Gemäß dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union und der ständigen Rechtsprechung des Gerichtshofs ist die Kommission dazu befugt, zu entscheiden, dass der betreffende Staat die Beihilfe aufzuheben oder umzugestalten hat ([38]), wenn sie die Unvereinbarkeit dieser Beihilfe mit dem gemeinsamen Markt festgestellt hat. Nach ständiger Rechtsprechung des Gerichtshofes dient die Verpflichtung zur Aufhebung oder Umgestaltung einer Beihilfe, die die Kommission als unvereinbar mit dem gemeinsamen Markt erachtet hat, der Wiederherstellung der früheren Lage ([39]). In diesem Zusammenhang hat der Gerichtshof festgestellt, dass dieses Ziel erreicht ist, sobald der Empfänger die im Rahmen der rechtswidrigen Beihilfe erhaltenen Beträge zurückbezahlt hat, da er so den Vorteil verliert, den er auf dem Markt gegenüber seinen Mitbewerbern besaß und die Lage vor der Zahlung der Beihilfe wiederhergestellt wird ([40]).

(117) Im Einklang mit dieser Rechtsprechung legt Artikel 14 der Verordnung (EG) Nr. 659/1999 des Rates ([41]) Folgendes fest: „In Negativentscheidungen hinsichtlich rechtswidriger Beihilfen entscheidet die Kommission, dass der betreffende Mitgliedstaat alle notwendigen Maßnahmen ergreift, um die Beihilfe vom Empfänger zurückzufordern“ —

HAT FOLGENDEN BESCHLUSS ERLASSEN:

Artikel 1

Die in der Bereitstellung des Grundkapital und den späteren Aktienkapitalerhöhungen in Höhe von 94 459 719 EUR, der Zuweisung von Land im Wert von 9 800 040 EUR an Ciudad da la Luz, den Beteiligungsdarlehen in Höhe von 115 Mio. EUR und den seit 2008 begebenen Wandelanleihen in Höhe von 45 829 840 EUR bestehenden Maßnahmen, die Ciudad de la Luz rechtswidrig bis zum 31. Dezember 2010 von Spanien gewährt wurden, sowie alle Fördermaßnahmen, die Filmproduzenten unter der Bedingung gewährt wurden, dass die Filmaufnahmen in Ciudad de la Luz durchgeführt werden, verstoßen gegen Artikel 108 Absatz 3 AEUV und stellen eine mit dem Binnenmarkt unvereinbare staatliche Beihilfe dar.

Artikel 2

(1) Spanien fordert die in Artikel 1 genannte Beihilfe vom Begünstigten zurück.

(2) Der Rückforderungsbetrag umfasst Zinsen, die von dem Zeitpunkt, ab dem die Beihilfe dem Begünstigten zur Verfügung stand, bis zu deren tatsächlicher Rückzahlung berechnet werden.

(3) Die Zinsen werden gemäß Kapitel V der Verordnung (EG) Nr. 794/2004 des Rates ([42]) nach der Zinseszinsformel berechnet.

(4) Spanien stellt mit dem Tag des Erlasses dieses Beschlusses alle ausstehenden Zahlungen für die in Artikel 1 genannte Beihilfe ein.

Artikel 3

(1) Die in Artikel 1 genannte Beihilfe wird sofort und tatsächlich zurückgefordert.

(2) Spanien stellt sicher, dass dieser Beschluss binnen vier Monaten nach seiner Bekanntgabe umgesetzt wird.

Artikel 4

(1) Spanien übermittelt der Kommission binnen zwei Monaten nach Bekanntgabe dieses Beschlusses die folgenden Informationen:

a) Gesamtbetrag (Hauptforderung und Zinsen), der vom Begünstigten zurückzufordern ist;

b) ausführliche Beschreibung der Maßnahmen, die ergriffen wurden bzw. beabsichtigt sind, um diesem Beschluss nachzukommen;

c) Unterlagen, aus denen hervorgeht, dass an den Begünstigten eine Rückzahlungsanordnung ergangen ist.

(2) Spanien unterrichtet die Kommission über den Fortgang seiner Maßnahmen zur Umsetzung dieses Beschlusses, bis die Rückzahlung der in Artikel 1 genannten Beihilfe abgeschlossen ist. Auf Anfrage der Kommission legt Spanien unverzüglich Informationen über die Maßnahmen vor, die ergriffen wurden bzw. beabsichtigt sind, um diesem Beschluss nachzukommen. Ferner übermittelt Spanien ausführliche Angaben über die Beihilfebeträge und die Zinsen, die vom Begünstigten bereits zurückgezahlt wurden.

([38]) Rechtssache C-70/72 *Kommission gegen Deutschland*, Randnummer 13.
([39]) Verbundene Rechtssachen C-278/92, C-279/92 und C-280/92 *Spanien gegen Kommission*, Randnummer 75.
([40]) Rechtssache C-75/97 *Belgien gegen Kommission*, Randnummern 64-65.
([41]) ABl. L 83 vom 27.3.1999, S. 1.
([42]) ABl. L 125 vom 28.4.2004, S. 4.

Artikel 5

Dieser Beschluss ist an das Königreich Spanien gerichtet.

Brüssel, den 8. Mai 2012

Für die Kommission
Joaquín ALMUNIA
Vizepräsident

ANHANG A

Angaben zu den gewährten, zurückzufordernden bzw. bereits zurückgezahlten Beihilfebeträgen

Begünstigter	Gesamtbetrag der aufgrund dieser Regelung gewährten Beihilfen (*)	Gesamtbetrag der Rückzahlungen (*) (Hauptforderung)	Gesamtbetrag der Rückzahlungen (*)	
			Hauptforderung	Zinsen

(*) In Mio. Landeswährung.

ANHANG I

Ciudad de la Luz (CDL) — Ansatz für die Berechnung von angemessenen Kapitalkosten bei Investitionsentscheidungen — Juli 2009

Ziel

Anhand dieses Berichts soll festgestellt werden, ob die Investition in das Projekt zur Schaffung der Gesellschaft Ciudad de la Luz (CDL) als staatliche Beihilfe betrachtet werden kann. Nach dem Prinzip des marktwirtschaftlich handelnden Investors wird die vorgenommene Investition als staatliche Beihilfe gewertet, wenn die vom Staat zu erhaltende Ausgleichszahlung niedriger ist als der Betrag, den ein privater Kapitalgeber unter den besonderen Umständen des jeweiligen Projekts gefordert hätte.

Ein privater Eigenkapitalgeber ([1]) wäre bereit gewesen, in das CDL-Projekt zu investieren, wenn der interne Zinsfuß ([2]) höher oder gleich den Opportunitätskosten des Eigenkapitals wäre ([3]) (d. h die Rendite, die er bei einem ähnlichen Projekt hätte erhalten können).

In der folgenden Analyse kalibrieren wir das Capital Asset Pricing Model (CAPM), um die Eigenkapitalkosten zu erhalten. Dies ist die einschlägige Maßnahme zur Feststellung, ob ein privater Kapitalgeber in das CDL-Projekt investiert hätte.

Der resultierende Parameterbereich wird dann mit der Ex-post-Leistung einer repräsentativen Auswahl der Wettbewerber von CDL verglichen. Das ist der Ansatz, den LECG in seiner Stellungnahme gewählt hat, nämlich die Verwendung der Ex-post-Leistung zur Festlegung einer Richtgröße für die Opportunitätskosten des Kapitals für diese Art Projekt. Wie wir nachfolgend sehen werden, ist die von LECG gewählte Methode der Ex-post-Leistung nicht die richtige Methode zur Festlegung einer Richtgröße. Und, was noch wichtiger ist, jede Ex-post-Leistungsmessung ist ein unzureichender Ersatz für eine ex ante geforderte Rendite.

Wir sind der Ansicht, dass die Opportunitätskosten des Eigenkapitals für dieses Projekt bei ungefähr 14,91 % liegen sollten. Folglich würde ein privater Kapitalgeber einen internen Zinsfuß von über 14,91 % fordern. Gemäß dem von CDL im Jahr 2004 vorgelegten Geschäftsplan (bei dem es sich um die jüngsten Finanzinformationen handelt, auf denen das vorliegende Projekt basiert) betrug der interne Zinsfuß für die Investition in CDL 5,74 % ([4]).

Folglich hätte ein privater Kapitalgeber nicht in das CDL-Projekt investiert, da sein interner Zinsfuß niedriger als die Opportunitätskosten des Kapitals ist.

Die Eigenkapitalkosten ([5])

Die Eigenkapitalkosten sind die erforderliche Mindestrendite, die CDL seinen Anteilseignern bieten muss, um sie für Folgendes zu entschädigen:

— den Zinseffekt;

— die mit einer Investition in CDL verbundenen Risiken.

Es muss betont werden, dass es sich bei der entsprechenden Rendite um eine erwartete zukünftige und nicht um eine historische Rendite handelt. Die Eigenkapitalkosten spiegeln die Opportunitätskosten der Investition für Anteilseigner an Unternehmen oder Projekten wider, die dasselbe (oder ein ähnliches) Geschäfts- und Finanzrisiko haben, wie das in Betracht kommende Projekt.

Im Folgenden wenden wir eine allgemein anerkannte Methode zur Schätzung der Eigenkapitalkosten an, nämlich das Capital Asset Pricing Model (CAPM):

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

Mit:

— Ke = Eigenkapitalkosten, ausgedrückt in %;

— Rf = risikoloser Zinssatz, ausgedrückt in %;

— (Rm — Rf) = Markt-Risikoprämie, ausgedrückt in %;

— ß = „Beta“, ein Maß des systematischen (nicht-diversifizierbaren) Risikos, das mit den Aktien von Ciudad de la Luz verbunden ist und sowohl das wirtschaftliche als auch das finanzielle Risiko widerspiegelt.

([1]) Wenn keine Schulden vorliegen.
([2]) Per Definition entspricht der interne Zinsfuß dem Diskontsatz, bei dem der Kapitalwert der Investition Null entspricht.
([3]) Brealey und Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*, Sechste Ausgabe (Kapitel 5, S. 100).
([4]) Die Verwendung dieser Richtgröße sollte nicht so ausgelegt werden, dass diese Zahl als genau angesehen wird. Es ist schwierig, präzise Cashflow-Prognosen abzugeben; deshalb stellen 5,74 % vermutlich höchstens eine obere Grenze dar.
([5]) Im Anhang befindet sich die allgemeine Definition des gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatzes (WACC), der sowohl Eigen- als auch Fremdkapital umfasst.

Für den risikofreien Satz schlägt die Marktpraxis vor, den Zinssatz für langfristige (typischerweise mit einer Laufzeit von zehn Jahren) Staatsanleihen im Land der Geschäftstätigkeit heranzuziehen.

Für die Markt-Risikoprämie sollte die historische Markt-Risikoprämie über einen angemessen langen Zeitraum genommen werden. Es ist gängige Marktpraxis, den Unterschied zwischen der historischen Rendite auf einen diversifizierten Aktienindex im Land der Geschäftstätigkeit und dem risikofreien Zinssatz heranzuziehen.

Anwendung auf Ciudad De La Luz

2004 betrug in Spanien die durchschnittliche Jahresrendite auf Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren 4,1 %. [1]

R_f = 4,1 %

Nach Fernández (2004) [2] liegt die historische Markt-Risikoprämie bei Staatsanleihen in Spanien (für den Zeitraum zwischen 1991 und 2003, der ungefähr dem Zeitraum vor der betreffenden Investition entspricht) zwischen 6,8 % und 9,3 % (der Unterschied beruht auf der Methode zur Berechnung des Mittels — arithmetisch versus geometrisch). Für unsere Schätzung der Markt-Risikoprämie ziehen wir den unteren Wert dieses Intervalls heran.

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

Für die Schätzung des Beta schließlich, nutzen wir öffentlich verfügbare Informationen über Unternehmen, die von den spanischen Behörden als direkte Wettbewerber von CDL identifiziert wurden.

Im Jahr 2001 hat KBC Securities einen Bericht vorgelegt, der die notwendigen Informationen zur Berechnung des Kapitalwerts einer 10-Jahres-Investition in die **Carrere Group** enthielt. Es ist anzumerken, dass sowohl das Datum als auch die Laufzeit der Investition ungefähr mit dem vorliegenden Fall übereinstimmen. In dem KBC-Bericht wurde ein Diskontsatz von 12 % gewählt, während das genannte Beta bei 1,8 stand. Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass das finanzielle Risikoprofil von **Carrere** und CDL nicht übereinstimmen (die Kapitalstruktur von Carrere umfasst Fremdkapital) muss dieses Beta angeglichen und das verschuldungsbereinigte Beta ermittelt werden, um das unternehmerische Risikoprofil zu isolieren. Die Formel für die Berechnung des verschuldungsbereinigten Betas lautet wie folgt:

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

wobei T der anzuwendende Steuersatz ist. Der Steuersatz für Frankreich, wo Carrere niedergelassen ist, liegt ungefähr bei 33 %. Daten zum Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital können dem Originalbericht von KBC entnommen werden. Zum Zeitpunkt der Aktienausgabe stand das Verhältnis Fremd- zu Eigenkapital bei 10 %. Diese Größenordnung wurde anhand der Bloomberg-Daten bestätigt.

Unter Verwendung dieser Parameterwerte erhalten wir den folgenden Wert für das verschuldungsbereinigte Beta:

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

Eine ähnliche Bewertung wurde 2008 in Deutschland durch „Der Spezialist für Finanzaktien" für das **Studio Babelsberg** durchgeführt. Auch dieses Unternehmen wurde von den spanischen Behörden als direkter Wettbewerber von CDL identifiziert. Dieser Bericht nahm Eigenkapitalkosten von 12 % und ein Beta von 1,5 an. Als der Bericht veröffentlicht wurde, war das **Studio Babelsberg** ein schuldenfreies Unternehmen, was heißt, dass seine Kapitalstruktur mit der von CDL identisch war. Folglich muss das Beta in diesem Fall nicht angeglichen werden.

Dieser unmittelbare Beweis, der aus detaillierten Berichten über zwei direkte Wettbewerber entnommen wurde, zeigt, dass das auf CDL anzuwendende Beta (mindestens) in dem Bereich 1,5 bis 1,68 liegt. Darüber hinaus ist eine Investition in CDL aus den von der Kommission bereits dargelegten Gründen wahrscheinlich mit einem höheren idiosynkratischen Risiko verbunden. Anders ausgedrückt ist das Beta von Ciudad de la Luz wahrscheinlich höher als das seiner Wettbewerber.

Im Folgenden nehmen wir das arithmetische Mittel zwischen diesen beiden Zahlen und weisen den Wert CDL zu (trotz der Tatsache, dass das idiosynkratische Risiko bei CDL vermutlich höher ist). Es sollte angemerkt werden, dass diese Zahlen von Finanzanalysten bereitgestellt wurden, die eine umfassende Analyse von Carrere und Studio Babelsberg durchgeführt haben.

Folglich wäre der untere Grenzwert der erwarteten Eigenkapitalrendite für einen privaten Kapitalgeber:

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

Die Ermittlung dieser Zahl ist sinnvoll, da sie besagt, dass für den WACC ein deutlich unter **14,91 %** liegender Wert sofort von der Hand gewiesen werden kann.

Fallgruben in der Methodik von LECG

Die in der LECG-Studie vorgenommene Schätzung, die zu einem Abzinsungsfaktor von 5,15 % führt, ist in der Methode fehlerhaft. LECG hat behauptet, dass der richtige Ersatz für den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatzes (WACC) die realisierte Kapitalrendite (ROA) eines oder möglicherweise zweier Wettbewerber (Pinewood und Babelsberg) sei.

[1] Global Insight.
[2] Pablo Fernández 2004, *Market risk premium: required, historical and expected*. Arbeitspapier IESE Business School.

Erstens sollten Renditen für investiertes Kapital wie die ROA aus drei Gründen generell nicht als korrektes Maß für die erwartete Rendite des Investors gesehen werden ([1]). Renditen für investiertes Kapital werden auf einer jährlichen Basis errechnet, während ein überlegt handelnder Kapitalgeber die Rendite über die gesamte Laufzeit des Projekts berücksichtigen wird. Zweitens sind Kostenrechnungsinformationen historische Informationen über das Unternehmen, die deshalb besser dazu geeignet sind, ex post die Leistung des Unternehmens zu bewerten statt ex ante die erwartete Wertentwicklung der Investitionen. Schließlich sind Kapitalgeber nicht wirklich an bilanzierten Einnahmen interessiert, sondern an finanziellen Gewinnen, d. h. an den Cashflows, die sie aus ihrer Investition erhalten.

Außerdem hätte LECG das WACC-Maß mit dem ROCE (Kapitalertrag) und nicht mit dem ROA vergleichen sollen. Das WACC-Maß bezieht sich auf das Gesamtkapital, also auf das Eigen- und das Fremdkapital. Auf der Passivseite einer typischen Bilanz befinden sich jedoch nicht nur Eigenkapital und Schulden, sondern auch kurzfristige Verbindlichkeiten, d. h. Lieferantenverbindlichkeiten. Folglich ist das Gesamtvermögen gleich oder höher als das Gesamtkapital und für eine festgesetzte Rendite ist das ROA niedriger oder gleich dem ROCE. ([2]) Folglich sollte der ROCE mit dem WACC verglichen werden und nicht die ROA. Ein Projekt erzielt nur dann positive Werte, wenn die realisierten Kapitalerträge gleich oder größer als der WACC sind.

Daten der Wettbewerber

Bevor wir uns den Marktdaten zuwenden, möchten wir erneut betonen, dass die einschlägige Richtgröße die Ex-ante-Eigenkapitalkosten sind. Ex post beobachtete Renditen sind lediglich ein unvollkommener Ersatz für Ex-ante-Erwartungen, da ex post realisierte Renditen nicht unbedingt den ex ante geforderten Renditen entsprechen. Wenn Investoren an der vergangenen Leistung einer Branche interessiert sind, sollten sie sich den ROCE ansehen, eine Ex-post-Rendite, die relativ unabhängig von der Kapitalstruktur verschiedener Unternehmen ist, da sie sowohl Fremd- als auch Eigenkapital umfasst. Wenn der Verschuldungsgrad eines Unternehmens steigt, steigt die Kapitalrendite der Anteilseigner verglichen mit dem ROCE.

Im Folgenden analysieren wir den ROCE einer repräsentativen Gruppe von Wettbewerbern aus verschiedenen Quellen und werden sehen, dass die Ergebnisse nicht von unserer Kalibrierungsübung abweichen.

1. *AMADEUS-Daten*

AMADEUS ist eine umfassende, gesamteuropäische Datenbank, die Finanzdaten von über 11 Mio. öffentlichen und privaten Unternehmen in 41 europäischen Ländern enthält und von dem Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing verwaltet wird. BvD gehört zu den weltweit führenden Anbietern von Bilanzdaten auf Unternehmensebene, wobei Europa am ausführlichsten abgedeckt ist.

Der Median ist die Zahl, welche die obere Hälfte einer Stichprobe von der unteren Hälfte trennt. Wenn die beobachteten Werte in auf- oder absteigender Reihenfolge angeordnet werden, ist der Median der Wert in der Mitte.

Das arithmetische Mittel (Mittelwert) ist die Summe aller Beobachtungen geteilt durch die Anzahl der Beobachtungen.

Bei vielen Verteilungen stimmen der Median und der Mittelwert überein. Empirisch können die beiden Werte jedoch weit auseinanderklaffen, wenn trotz eines großen Stichprobenumfangs die beobachtete Verteilung schief ist (z. B. wenn im Stichprobenumfang Ausreißer sind, d. h. extreme Beobachtungen).

Die Daten, die wir nachfolgend vorlegen, sind durch Mittelwerte charakterisiert, die höher als der Median sind (positive Schiefe). Da der Mittelwert leicht auf Ausreißer reagiert, konzentrieren wir uns stattdessen auf den Median. Es ist anzumerken, dass diese Wahl im Ergebnis zu einer niedrigeren Rendite führt, als wenn der Mittelwert der Stichproben gewählt wird.

Peer-Group-Analyse

Wenn wir eine sehr breit gefasste Stichprobe nehmen, die alle NACE 921 umfasst (Film- und Videofilmherstellung, -verleih und -vertrieb; Kinos), ergibt das für den Zeitraum 1994 bis 2008 mehr als 11 000 Beobachtungen.

	Median
Kapitalertrag (ROCE)	13,56 %

([1]) Hans W. Friederiszick und Michael Troge, GD COMP, CET, „Applying the MEIP to State Owned Companies — Lessons learned from the German Landesbanken Cases", *Competition Policy Newsletter*, Nr. 1, Frühling 2006.

([2]) Diese Verwechslung tritt häufig auf, da manche Autoren in den Lehrbüchern zum Finanzwesen von vereinfachten Bilanzen ausgehen, die lediglich Eigenkapital und Schulden ausweisen, aber keine kurzfristigen Verbindlichkeiten. In diesen Fällen ist die ROA tatsächlich gleich dem ROCE. In der realen Welt ist dies aber üblicherweise nicht der Fall.

Pinewood-Shepperton, Carrere Group und Barrandov Studio gehören zu dem engeren, vierstelligen NACE Code 9211 (Film- und Videofilmherstellung). Zusätzlich zu den NACE-Klassifikationen bietet AMADEUS eine feinere Festlegung von Peers, indem Unternehmen mit demselben NACE-Code nach ihrer Größe zu einer Gruppe zusammengefasst werden. Pinewood-Shepperton, Carrere Group und Barrandov Studio gehören zu einer Gruppe „sehr großer Unternehmen" in NACE 9211 („sehr groß" ist kein absolutes Maß; es ist in Bezug auf die anderen zu NACE 9211 gehörenden Unternehmen zu sehen). Der Median ([1]) dieser Peer-Group von 45 Unternehmen ist für den Zeitraum von 2000 bis 2006 in den Fällen, in denen Daten verfügbar waren, wie folgt:

	Median
ROCE	10,1 %

Studio Babelsberg ist bei AMADEUS unter demselben NACE-Code wie die drei vorgenannten Unternehmen geführt, aber nur als „großes Unternehmen". Zu der Peer-Group „große Unternehmen" in NACE 9211 gehören 133 Unternehmen. Der Median dieser Gruppe beträgt für denselben Zeitraum (2000 bis 2006):

	Median
ROCE	10,1 %

Cinecitta Studios ist unter dem NACE-Code „Werbung" aufgeführt. Folglich ist die Peer-Group nicht für Vergleichszwecke geeignet. Auch CDL wurde einer Peer-Group mit dem NACE-Code 7413 (Marktforschung und Meinungsumfragen) zugewiesen, die unserer Meinung nach für unsere Bewertung nicht von Bedeutung ist.

2. *ORBIS-Daten* ([2])

Um Informationen über die Unternehmen zu erhalten, die in der von den spanischen Behörden vorgelegten Stellungnahme genannt waren, war es erforderlich, sich an ORBIS zu werden. In ORBIS waren Informationen über die folgenden Unternehmen verfügbar:

— Pinewood Shepperton

— Studio Babelsberg

— Carrere Group

— Cinecitta

— Ealing Studios

— Barrandov

— Prime Focus

— Ray Corp

— EUROPACORP.

Der Median für diese Unternehmen beträgt für den Zeitraum 2002 bis 2007:

	Median
ROCE	10,82 %

Da diese Gruppe an Unternehmen aus eindeutig identifizierten Wettbewerbern besteht, besteht nicht die Gefahr eines „Ausreißers", der nicht wirklich im selben Segment wie CDL tätig ist (das ist bei den Peer-Groups möglich, die in AMADEUS gebildet wurden). Deshalb führen wir für diese Gruppe auch den Mittelwert für den Zeitraum 2000 bis 2007 auf.

	Mittelwert
ROCE	12,26 %

([1]) Wie bereits gesagt, ist der Median für diese Gruppe niedriger als der arithmetische Mittelwert. Für diese Peer-Group-Analyse gibt AMADEUS den jährlichen Median ROCE für die gesamte Peer-Group an. Für die Zusammenfassung für den Zeitraum (die im Text genannte Zahl) haben wir den „Median der jährlichen Mediane" ermittelt.

([2]) ORBIS ist eine globale Datenbank mit Informationen über 50 Mio. Unternehmen weltweit (Bureau van Dijk Electronic Publishing).

Fazit

Unsere kalibrierten Opportunitätskosten des Eigenkapitals für die Investition in CDL liegen bei 14,91 %. Wenn wir den von CDL vorgelegten Geschäftsplan für 2004 und die Analyse von LECG unbesehen akzeptieren, beträgt der interne Zinsfuß für dieses Projekt 5,74 %. Wir betonen jedoch, dass die im Geschäftsplan von 2004 prognostizierten Cashflows übermäßig optimistisch zu sein scheinen, insbesondere wenn man die Verluste berücksichtigt, die das Unternehmen in dem Zeitraum von 2002 bis 2004 gemacht hat. [1] Auf der Grundlage der uns zur Verfügung stehenden Informationen können wir vermuten, dass die in dem Geschäftsplan von 2004 erwarteten Cashflows einen oberen Grenzwert darstellen.

Wie in der Einleitung festgestellt wurde, würde ein Kapitalgeber nur in ein Projekt investieren, dessen interner Zinsfuß höher als die Opportunitätskosten des Kapitals sind. Folglich würde ein Kapitalgeber für eine Investition in CDL einen viel höheren internen Zinsfuß gefordert haben (d. h. mindestens 14,91 %). Wir können daraus schließen, dass die in CDL getätigte Investition nicht dem Prinzip des marktwirtschaftlich handelnden Kapitalgebers entsprochen hat.

Mit einem WACC von 14,91 % und in der Annahme, dass die Cashflow-Prognosen für 2004 einen oberen Grenzwert darstellen, haben wir den NPV des Projekts als die Summe des diskontierten Cashflows berechnet. Aus der von den spanischen Behörden vorgelegten Stellungnahme ergibt sich, dass die Investition in Höhe von 199 Mio. die Summe der Cashflows für den Zeitraum von 2005 bis 2007 ist. Der Cashflow für den letzten Zeitraum umfasst den Restwert, der unter Verwendung des Dividendendiskontierungsmodells errechnet wurde:

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

wobei D_t für die im Jahr t zu zahlende Dividende steht, g für die Dividendenwachstumsrate und r für den Diskontsatz.

Dieser Ausdruck ist sehr empfindlich in Bezug auf die Parameter D_t und g. Es geht über den Gegenstand dieses Dokuments hinaus, genaue Schätzungen für D_t und g zu erhalten. Aus diesem Grund nutzen wir als Richtgröße die von den spanischen Behörden vorgelegten Werte, nämlich D_t = 8 651 (Cashflow im letzten Bezugszeitraum) und g = 2,553 % (Inflationsrate). Wir wenden jedoch unseren geschätzten Diskontsatz von 14,91 % an. Auf der Grundlage dieser Parameter ergibt das Projekt einen negativen Kapitalwert von — NPV = — 131,65 mil.

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

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

Bemerkungen zur letzten Stellungnahme

Der Stellungnahme von 25. März fehlt es an methodischer Konsequenz. Sie stellt einige zentrale Behauptungen auf, die bestenfalls unbegründet sind. Sie stellt Folgendes fest:

[1] Quelle: ORBIS Geschäftsbericht.

…„Zur Bezifferung dieser Rendite und vor allem der Risikoprämie, die ein privater Kapitalgeber von einem Projekt fordern würde, werden verschiedene Modelle genutzt, von denen das gebräuchlichste das Capital Asset Pricing Model (CAPM) ist. Wenn dieses Modell beispielsweise auf den vorliegenden Fall angewendet wird, würde ein privater Kapitalgeber eine Risikoprämie ‚fordern' und keine Rendite, und zwar in Höhe von 3,75 % im Jahr 2000 und 2,07 % in 2004."

In der Stellungnahme wird die folgende Tabelle vorgelegt:

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 %

Mit anderen Worten: die Stellungnahme behauptet, dass das Beta von CDL bei ß = 0,395 liegt. Das ist eine unbegründete Mutmaßung, die nicht durch plausible und nachprüfbare Daten gestützt wird. Sie ist auch schwer mit dem gesunden Menschenverstand in Einklang zu bringen.

Nachfolgend führen wir wörtliche Zitate von Brealey und Myers auf, der wichtigsten Referenz in der Stellungnahme von LECG.

"… das Beta misst, wie sensibel ein Wertpapier auf Marktbewegungen reagiert. Aktien mit einem Beta von über 1,0 tendieren zu einer Verstärkung der allgemeinen Marktbewegungen. Aktien mit einem Beta zwischen 0 und 1,0 neigen dazu, sich in dieselbe Richtung wie der Markt zu bewegen, allerdings nicht so weit. Selbstverständlich ist der Markt das ‚Portfolio aller Aktien', so dass die ‚durchschnittliche' Aktie ein Beta von 1,0 hat." (Kapitel Sieben, S. 174).

Anders ausgedrückt: Wertpapiere mit einem höheren Beta stehen für eine höhere Volatilität und sind deshalb risikobehafteter.

Eine Investition in CDL ist mindestens so riskant wie eine Investition in die etablierten Wettbewerber von CDL, deren Betas deutlich über 1 liegen (siehe die Bewertungen von KBC Securities und von Spezialist für Finanzaktien).

Hinsichtlich des risikofreien Zinssatzes erscheint es schließlich ziemlich opportunistisch, auf die aktuelle, vorübergehende Finanzkrise zu verweisen, um den von der Kommission gewählten Wert zu widerlegen, der mit dem risikofreien Zinssatz zum Zeitpunkt der Investition in CDL übereinstimmt.

Anhang

Zur Finanzierung eines Projekts müssen Investoren Kapital investieren. Dieses Kapital hat Kosten. Das sind die Kapitalkosten.

Typischerweise gibt es zwei große Kapitalquellen:

— Eigenkapital (E)

— Finanzkapital (Fremdkapital) (D)

Die Summe aus Eigen- und Fremdkapital ergibt das Gesamtkapital (C), das in Euro ausgedrückt wird. Beide dieser beiden Kapitalquellen sind mit bestimmten Kosten verbunden. Wir stellen fest:

— K_e = Eigenkapitalkosten, ausgedrückt in %;

— K_d Kosten des Finanzkapitals (Fremdkapital), ausgedrückt in %.

Die Gesamtkapitalkosten sind folglich der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz (WACC), der den Anteil von Eigen- und Fremdkapital berücksichtigt. Wir haben folglich:

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

Beachten Sie auch, dass K_d und K_e die erwarteten und nicht die historischen Kosten des Fremd- und Eigenkapitals sind.

Wenn man die Steuervorteile der Fremdfinanzierung berücksichtigt und annimmt, dass T der auf CDL anzuwendende Steuersatz ist, haben wir:

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

In dem besonderen Fall von CDL wird in dem Geschäftsplan von 2000 nicht auf Fremdkapital hingewiesen. Da das Projekt vollständig über Eigenkapital finanziert wird, haben wir Folgendes:

$$WACC = K_e$$

ANHANG II

[angepasst von dem Schriftstück vom März 2010]

Antwort auf die von LECG vorbereitete Stellungnahme vom 19. Oktober 2009

Die Antwort des Beratungsunternehmens LECG auf die Analyse der Kommission stützt sich auf vier Punkte:

1. Angeblich fehlerhafte Anwendung des CAPM-Modells.

   Während LECG akzeptiert, dass eine CAPM-basierte Analyse der richtige Weg ist, zweifelt sie die von der GD COMP verwendeten Parameterwerte an. Genauer gesagt, macht LECG geltend, dass:

   — die Eigenkapitalprämie hätte niedriger sein sollen,

   — die „Betas" hätten niedriger sein sollen.

2. Die Kommission hätte sich für die Festlegung des entsprechenden Grenzwerts nicht auf den Geschäftsplan von Consultia IT beschränken sollen, sondern hätte auch den Geschäftsplan von Arthur Andersen von 2000 nutzen sollen.

3. Die Kommission hat zum Abschätzen der erwarteten Profitabilität des CDL-Projektes nicht die geeigneten finanzwirtschaftlichen Kennzahlen herangezogen.

4. Außerdem hat es die Kommission versäumt, die erwarteten Einnahmen aus der Errichtung von Hotels und Büroflächen zu berücksichtigen.

1. **Die Parameter des CAPM**

1.1. *Eigenkapitalprämie*

LECG zweifelt unsere Wahl an, basierend auf Fernández (2004) historische Daten für die Prämien heranzuziehen, um die Markt-Risikoprämie in Spanien für die Jahre 2000 und 2004 zu schätzen. Stattdessen schlägt LECG vor, Informationen aus einer späteren Abhandlung desselben Autors [1] heranzuziehen.

Wie wir nachfolgend sehen werden, zitiert der LECG-Bericht diese Abhandlung sehr selektiv.

In dem LECG-Bericht wird argumentiert, dass statt der historischen Eigenkapitalprämie die erforderliche Eigenkapitalprämie hätte herangezogen werden sollen. Fernández (2009) stellt jedoch Folgendes fest:

„Es ist einfach, die Schlussfolgerung zu ziehen, dass es keine allgemein akzeptierte Punktschätzung der Eigenkapitalprämie oder eine gängige Methode für die Schätzung der Prämie gibt. […]

Die Empfehlungen bezüglich der Eigenkapitalprämie, die aus 150 Finanzlehrbüchern und Lehrbüchern zur Wertermittlung entnommen wurden, die zwischen 1979 und 2009 veröffentlicht wurden, liegen zwischen 3 % und 10 %. Verschiedene Bücher verwenden auf unterschiedlichen Seiten unterschiedliche Eigenkapitalprämien und in den meisten Werken wird nicht zwischen den vier verschiedenen Konzepten unterschieden, die der Ausdruck ‚Eigenkapitalprämie' bezeichnet: historische Eigenkapitalprämie, erwartete Eigenkapitalprämie, erforderliche Eigenkapitalprämie und implizierte Eigenkapitalprämie. […]

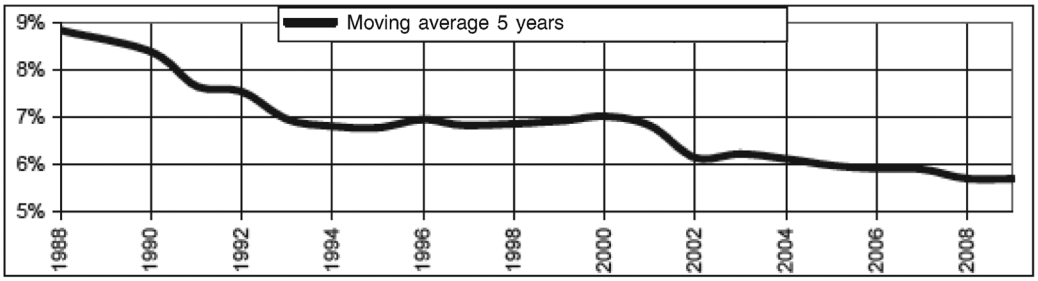
129 der Bücher sind der Ansicht, dass erwartete und erforderliche Eigenkapitalprämie Synonyme sind und 82 unterschieden nicht zwischen erwarteter und historischer Eigenkapitalprämie."

Darüber hinaus schlägt die LECG-Studie in Bezug auf den konkreten Wert vor, eine Eigenkapitalprämie heranzuziehen, die kürzlich von Fernández (2009) vorgelegt wurde. Fernández schlägt die Anwendung einer erforderlichen Eigenkapitalprämie (REP) vor, die zwischen 3,8 und 4,3 % liegt. Es gibt mindestens zwei Gründe, aus denen dieser Bereich für unsere Zwecke nicht gültig ist. Erstens leidet er unter intrinsischen Einschränkungen, da er die subjektive Bewertung durch eine einzelne Person ist. Es sollte angemerkt werden, dass Fernández auch einen Mittelwert vorstellt, der aus 150 Lehrbüchern gewonnen wurde (siehe die nachfolgende Grafik). Zweitens und viel wichtiger ist der Vorschlag, einen Wert zwischen 3,8 und 4,3 % zu nutzen, der eine Schätzung der aktuellen Eigenkapitalprämie und nicht der Eigenkapitalprämie aus den Jahren 2000 und 2004 ist. Auf das CAPM-Modell sollten die Werte angewendet werden, die zum Zeitpunkt der Geschäftsentscheidung gegolten haben (d. h ex ante

[1] Pablo Fernández (2009): *The Equity Premium in 150 Textbooks.* Arbeitspapier IESE Business School.

und nicht ex post). Anders ausgedrückt, die entsprechende Eigenkapitalprämie ist diejenige aus dem Jahr 2000 (oder 2004), aber nicht diejenige aus dem Jahr 2009. In Bezug auf diesen Punkt bietet die Abhandlung von Fernández (2009) Konsensschätzungen der REP in den Jahren 2000 und 2004. Der Wert der REP liegt insbesondere im Jahr 2004 über 6 %, während der Wert für das Jahr 2007 bei ungefähr 7 % liegt. Unsere Schätzung vor Publikmachen des Dokuments war korrekt und befand sich in diesem Bereich, d. h. bei 6,8 %.

„Die nachfolgende Abhandlung zeigt die Entwicklung des gleitenden Mittelwerts der erforderlichen Eigenkapitalprämie (REP) (während der letzten fünf Jahre), die in 150 Finanzlehrbüchern und Lehrbüchern zur Wertermittlung herangezogen oder empfohlen wurde."



1.2. *Beta*

In Bezug auf das Beta wirft der LECG-Bericht Zweifel in Bezug auf die Verwendung der Schätzungen von privaten Unternehmen auf, die sich auf diese Schätzungen spezialisiert haben. Nachfolgend geben wir die Links zu den Studien, auf die wir uns beziehen:

Carrere (die Informationen, die wir verwendet haben, können auf S. 5 des nachfolgenden Berichts gefunden werden):

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

Studio Babelsberg (siehe S. 10):

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

Nach unserer Meinung ist genau das die Stelle, an der ein privater Kapitalgeber nach Informationen schauen würde, um das Beta ex ante zu ermitteln. Diese Analysten verfügen über besondere Fähigkeiten zur Bewertung von Ex-ante-Wertermittlungen.

Die beiden Studien legen Betas für bestimmte enge Wettbewerber von Ciudad de la Luz vor.

Pablo Fernández, der ausführlich, aber selektiv in der LECG-Studie zitierte Autor, hat ausführlich dargelegt, dass die historischen Betas (wie die von LECG vorgeschlagenen) nahezu bedeutungslos sind.

In seiner Abhandlung „Are calculated betas worth for anything?" (Arbeitspapier IESE Business School) bringt Pablo Fernández (2008) schlagkräftige Argumente gegen die Verwendung errechneter Betas für Wertermittlungen vor:

„Wir zeigen, dass es im Allgemeinen ein enormer Fehler ist, das historische Beta als Ersatz für das erwartete Beta zu nehmen. Erstens, weil es fast unmöglich ist, ein aussagekräftiges Beta zu errechnen, da sich historische Betas dramatisch von einem Tag auf den nächsten ändern; zweitens, da wir oft nicht mit einer entsprechenden statistischen Konfidenz sagen können, dass das Beta eines Unternehmens kleiner oder größer ist als das eines anderen; drittens, weil historische Betas in vielen Fällen keinen Sinn machen: Unternehmen mit hohem Risiko haben häufig kleinere historische Betas als Unternehmen mit einem geringeren Risiko; viertens, weil historische Betas sehr stark von dem Index abhängen, den wir zu ihrer Berechnung heranziehen. […] [1]" (Betonung von uns hinzugefügt).

Anhand des dritten vorstehend von Fernández (2008) vorgebrachten Arguments wird auch aufgezeigt, dass die von LECG vorgelegten Betas nicht richtig sein können. Tatsächlich stellt Fernández die Behauptung auf, dass Unternehmen mit einem großen Risiko hohe Betas hätten. Das ist sehr intuitiv: die geforderte Rendite für ein hochriskantes Projekt (wie CDL) sollte höher sein als die Rendite eines diversifizierten Portfolios (z. B. IBEX 35).

[1] Damodaran (Damodaran, Aswath (1994), Damodaran on Valuation. New York: John Wiley und Söhne) verdeutlicht diesen Punkt auch bei der Berechnung des Betas von Disney. Bei täglichen Daten erhält er 1,33; 1,38 bei wöchentlichen Daten; 1,13 bei monatlichen Daten; 0,44 bei vierteljährlichen Daten und 0,77 bei jährlichen Daten. Bei einem Zeitraum von 3 Jahren erhält er 1,04; 1,13 bei 5 Jahren und 1,18 bei 10 Jahren. Das Beta hängt auch von dem Index ab, der als Richtgröße gewählt wurde; das Beta beträgt in Bezug auf den Dow 30 0,99; in Bezug auf S&P 500 beträgt es 1,13 und in Bezug auf den Wilshire 5000 Index 1,05.

In einer anderen Abhandlung, in der der Schwerpunkt auf Spanien gelegt wird („On the instability of betas: the case of Spain", 2008, Arbeitspapier IESE Business School) zeigt Pablo Fernández wieder, dass es ein schwerwiegender Fehler ist, für die Berechnung der erforderlichen Kapitalrendite Betas heranzuziehen, die aus historischen Daten berechnet wurden.

„Das ist aus sieben Gründen falsch:

1. denn aus historischen Daten berechnete Betas variieren beträchtlich von einem Tag zum nächsten;

2. denn berechnete Betas hängen stark von dem Aktienindex ab, der als Marktreferenz herangezogen wird;

3. denn berechnete Betas hängen sehr stark davon ab, welcher historische Zeitrahmen (5 Jahre, 3 Jahre, ...) für ihre Berechnung verwendet wird;

4. denn berechnete Betas hängen davon ab, welche Rendite (monatlich, jährlich, ...) für ihre Berechnung verwendet wird;

5. denn wir wissen häufig nicht, ob das Beta eines Unternehmens höher oder niedriger als das Beta eines anderen Unternehmens ist;

6. denn berechnete Betas korrelieren nur wenig mit Aktienrenditen;

7. denn die Korrelationskoeffizienten (und der R2) der für die Berechnung der Betas verwendeten Regressionen sind sehr klein."

In der Abhandlung werden zahlreiche Beispiele zur Stützung aller sieben Behauptungen gegeben.

2. **Der entsprechende Zeitraum**

In unserer vorstehenden Analyse haben wir das Jahr 2004 als Referenzjahr für die Berechnung des NPV genommen, da zu dieser Zeit die gesamte Investition in Höhe von 199,4 Mio. EUR getätigt wurde. Wir können leicht eine Zweitanalyse für das Jahr 2000 durchführen. Der sich ergebende WACC wäre höher als im Jahr 2004 [1], sowohl wegen einer höheren Markt-Risikoprämie (die gemäß den von Fernández gesammelten Informationen um 7 % herum liegen sollte — siehe Abschnitt 1.1) als auch wegen eines höheren risikofreien Zinssatzes (der für Spanien im Jahr 2000 5,53 % betrug [2]). Folglich wäre ein interner Zinsfuß von 8,84 % immer noch viel niedriger als die Kapitalkosten (genauer: WACC = 5,53 % + 1,59 * 7 % = 16,66 %).

Es ist möglich, noch einen Schritt weiter zu gehen und den NPV des Projektes im Jahr 2000 zu berechnen. Wenn man alle Vorbehalte berücksichtigt, die wir in der voranstehenden Analyse betont haben (d. h. die unbesehene Verwendung der Cashflows und der Parameter, die für die Berechnung des Endwertes herangezogen wurden, mit Ausnahme natürlich des WACC) erhalten wir den folgenden negativen NPC:

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

[1] Nach unseren Berechnungen betrug der WACC im Jahr 2004 unter Verwendung eines risikofreien Zinssatzes von 4,1 % und einer Markt-Risikoprämie von 6,8 14,91.

[2] Siehe die OECD-Statistiken.

3. **Finanzwirtschaftliche Kennzahlen**

Der LECG-Bericht stimmt mit unserer Ansicht überein, dass das CAPM das richtige Instrument zur Bewertung der Ex-ante-Kapitalkosten ist. Darüber hinaus bietet der Bericht keine Argumente zur Widerlegung der Verwendung des ROCE als Ersatz für den WACC. Deshalb ist es nicht erforderlich, die Begründung in den vorstehenden Erläuterungen zu wiederholen. Es lohnt sich aber möglicherweise dennoch, sich in Erinnerung zu rufen, warum der ROCE die passendste Kennzahl ist. Da die wirtschaftliche Profitabilität eines Unternehmens ex post anhand des Unterschieds zwischen dem Ertrag aus dem eingesetzten Kapital und den Kapitalkosten gemessen wird, würde man intuitiv den Branchendurchschnitt des ROCE als angemessenen Ersatz wählen, wenn man eine Richtgröße basierend auf vergangenen Daten der Wettbewerber erstellen sollte, um die Mindestrendite zu ermitteln, die Investoren benötigen würden.

4. **Das Ausmaß der Investition in Hotels und Büroflächen**

Die Behauptungen in diesem Punkt basieren auf neuen Nachweisen, nämlich auf sechs Berichten zur Bodenwertermittlung. Vorab sollte angemerkt werden, dass diese Nachweise nachträglich erbracht wurden und folglich einem potenziellen Kapitalgeber zu der Zeit nicht zur Verfügung standen. [1] Zweitens weisen wir darauf hin, dass in dem Arthur Andersen-Bericht lediglich auf die Möglichkeit hingewiesen wird, einen Hotelkomplex (in Phase III) und gewisse Büroflächen zu errichten (in Phase IV). Der Bericht enthält eine Schätzung der Kosten für die Errichtung der Hotels und Büroflächen, aber keine Schätzung der damit verbundenen Einnahmen. Also fehlen die Informationen, mit denen die Profitabilität der Erschließung des Landes abgeschätzt werden kann. In der Tat wird kein Geschäftsplan für die Durchführung der Phasen III und IV vorgelegt. In dem Consultia IT Geschäftsplan wird nur indirekt über die Erwähnung eines Bereichs komplementärer Dienste auf Hotels verwiesen, während Büroflächen noch nicht einmal erwähnt werden. Außerdem werden diese Tätigkeiten in dem Abschnitt über die wirtschaftlichen und finanziellen Prognosen überhaupt nicht berücksichtigt. Mit anderen Worten: einem privaten Kapitalgeber wäre zu keiner Phase ein Geschäftsplan bezüglich der Landentwicklung vorgelegt worden. Dies impliziert folglich, dass die Ex-ante-Bewertung des Projekts lediglich auf dem Geschäftsplan für die Filmstudios basieren sollte. Tatsächlich deuten alle Nachweise darauf hin, dass die Landentwicklung nicht Teil des ursprünglichen Geschäftsplans war. In der LECG-Vorlage vom April 2008 wird in der Tat in Abschnitt 5 (Der operative Wert eines Hotelkomplexes und gewerblichen Bereichs in Ciudad de la Luz) ausdrücklich festgestellt, dass die Details der Investition in den Dienstleistungsbereich (Hotels und gewerblicher Bereich) in keinem der beiden Geschäftspläne analysiert wurden, da i) vorstehend genannte Leistungen in jedem Fall erst nach dem Filmstudio errichtet würden und ii) die Profitabilität des Filmstudios hoch genug war und es folglich zu diesem Zeitpunkt nicht erforderlich war, die zusätzlichen Cashflows zu analysieren, die Ciudad de la Luz möglicherweise generieren würde.

Die einzigen einschlägigen Informationen für die Bewertung des Landes sind die Angebote, die Ciudad de la Luz im Jahr 2005 für den Bau und den Betrieb des Hotels und des gewerblichen Bereichs erhalten hat und die in dem vorgenannt erwähnten Abschnitt 5 vorgelegt wurden. Dabei handelt es sich um eine Bewertung, die der Markt zur gleichen Zeit vorgenommen hat, in der die Investitionsentscheidung getroffen wurde, zu einer Zeit also, die darüber hinaus durch einen Boom auf dem Immobiliensektor gekennzeichnet war. Wie in dem nachfolgenden Abschnitt erklärt wird, bieten die Bewertungen von EUROVAL keine zweckdienliche Orientierungshilfe in Bezug auf den Wert der Grundstücke.

Für die Berechnung des NPV einschließlich dieser zusätzlichen Landentwicklung kann der vom Markt bestimmte Preis herangezogen werden (die Tatsache, dass dieser, wie von spanischer Seite anerkannt wurde, relativ niedrig ist, ist tatsächlich ein Nachweis dafür, dass diese Eigentumsentwicklung für private Kapitalgeber nicht sehr attraktiv zu sein schien).

Die folgende Tabelle enthält Berechnungen des NPV, die die Landentwicklung auf der Grundlage der Angebote umfassen, die im Jahr 2005 tatsächlich gemacht wurden (560 000 EUR pro Jahr, inflationsbereinigt, gemäß den Angaben von LECG). Wie einfach zu sehen ist, bleibt der NPV negativ.

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

[1] Der LECG-Bericht vom 25. April 2008 folgt denselben Überlegungen, wenn er am Anfang feststellt (Anfang von Abschnitt 2.1), dass die einschlägige Frage für die Anwendung des MEIP wie folgt lautet: „Bot das Projekt mit den Informationen, die zu dem Zeitpunkt verfügbar waren, als die Investition gemacht wurde, eine ausreichende Profitabilität, um einen privaten Kapitalgeber auch davon zu überzeugen, diese Investition zu tätigen? […] Die Investitionsentscheidung muss von einer Ex-ante-Perspektive aus analysiert werden."

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

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

Euroval hat eine Reihe von Landbewertungsberichten erstellt. Diese Berichte wurden von der Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana, dem Investor in Ciudad de la Luz (CDL) in Auftrag gegeben. Die Berichte behaupten, eine objektive Bewertung des Landes zu erstellen, das für den Bau der Hotels und Büroflächen für den CDL-Komplex genutzt würde. Es wird eine Bewertung für die Jahre 2000, 2002 und 2009 erstellt. Für jedes dieser Jahre werden zwei Grundstücke bewertet: eines, das für die Errichtung des Hotelkomplexes bestimmt ist und das andere für die Bürogebäude. Es liegen folglich sechs Bewertungsberichte vor.

Da diese Berichte im Großen und Ganzen alle derselben Methodik folgen, sind einige unserer Anmerkungen allgemeiner Natur; immer wenn auf eine bestimmte Behauptung verwiesen wird, wird der entsprechende Bericht genannt.

Dieses Memo beschreibt die Mängel der vorgenannten Berichte und kommt zu der Schlussfolgerung, dass die von ihnen vorgelegten Bewertungen nicht vertrauenswürdig sind. Darüber hinaus stellt das Memo fest, dass der Bewertungsbericht nicht mit einigen der Behauptungen in den zuvor von den spanischen Behörden vorgelegten Dokumenten übereinstimmt. Schließlich weist das Memo auf die Art Nachweis hin, die hätte genutzt werden können, um eine Schätzung bezüglich des Wertes des Landes zu erhalten.

4.1. *Die Berichte*

Wie man sehen kann, hat Euroval keinen dieser Berichte unterschrieben oder abgestempelt. D. h. es liegt überhaupt kein Nachweis vor, dass das Unternehmen die Verantwortung für die Bewertungen übernimmt.

Die spanischen Behörden stellen fest, dass die Bewertungsberichte über die Grundstücke, die in 2000 und 2002 abgefasst wurden, nicht die Anforderungen der Ministerialverordnung ECO 805/2003 bezüglich der Bewertung von Immobilien erfüllen „da ihr Zweck nicht in den Anwendungsbereich dieser Verordnung fällt“ (z. B, S. 3 des Berichts, der die Bewertung von 2000 für Büroflächen enthält). Es wird nicht dargelegt, warum die vorgenannte Ministerialverordnung keine Anwendung finden sollte. Die vorgenannte Ministerialverordnung wird auch in Verbindung mit dem Gesetz 6/1998 über die Landbewertung genannt (S. 13 des vorgenannten Berichts). Es wird argumentiert, dass „das agierende technische Team“ aufgrund der Tatsache, dass es sich um eine im Jahr 2002 angefertigte, retrospektive Bewertung für das Jahr 2000 handelt „die Möglichkeit hat, die Anpassungen und Hypothesen für die Berechnung anzuwenden, die es für den verfolgten Zweck als am sinnvollsten betrachtet“. Die „Anpassungen“ und „Hypothesen“ werden aber nicht näher genannt. Außerdem ist nicht klar, warum geltendes Recht nicht angewendet werden kann, insbesondere in Bezug auf die Bewertung des Landes. Es werden auch keine Rechtfertigungen für die Nichtanwendung der zu dem Zeitpunkt geltenden Gesetze vorgebracht.

Der Bericht, der die aktuelle (2009) Bewertung des Grundstücks vorlegt, das für die Bürogebäude vorgesehen ist, enthält eine noch überraschendere Feststellung. Es wird behauptet, dass die gemäß den aktuellen geltenden Gesetzen anzuwendenden Bewertungsmethoden angepasst werden können, „da das agierende technische Team aufgrund der Tatsache, dass es sich beim Zweck der Bewertung zum betreffenden Zeitpunkt um eine nicht monetäre Einlage gehandelt hat, die Anpassungen und Hypothesen anwenden kann, die es für den verfolgten

Zweck als am sinnvollsten betrachtet". Mit anderen Worten: da die Bewertung nicht zu einer monetären Transaktion führen wird, können die gesetzlich anzuwendenden Bewertungsmethoden geändert werden. Noch genauer: da kein wirkliches Geld/keine echte Transaktion betroffen ist, gibt das technische Team zu, dass es der Ansicht ist, Anpassungen vornehmen zu können, die es angesichts des „verfolgten Zwecks" für zweckmäßig erachtet.

Es ist folglich nicht verwunderlich, dass Euroval keinen der sechs Berichte offiziell bestätigt hat.

4.1.a) Berichte über die Schaffung von Büroflächen (NNT-Grundstück)

In den Berichten hätte auch genauer erklärt werden sollen, was die Bezeichnung „tertiäre Nutzung" für das Land mit sich bringt.

Das auffälligste Manko dieser Berichte ist die Art und Weise, in der sie die Richtpreise für die Büroflächen in dem Komplex Ciudad de la Luz festlegen. In dem Bericht von 2000 werden auf S. 18 neun Transaktionen aufgeführt, einschließlich der je Quadratmeter bezahlten Preise. Diese Transaktionen fanden zwischen Dezember 1999 und September 2000 statt und der bezahlte Durchschnittspreis lag bei 1 111,7 EUR je Quadratmeter. Dieser Wert wird als Richtgröße für die Büroflächen in dem Komplex Ciudad de la Luz herangezogen.

Der Komplex Ciudad de la Luz befindet sich außerhalb der Stadt Alicante in der Nähe eines Industriekomplexes (polígono industrial). Die neun vorgenannten Transaktionen betreffen dagegen Büros (Durchschnittsgröße: 115,26 Quadratmeter), die sich in den renommiertesten Einkaufsstraßen von Alicante befinden. Es macht einfach keinen Sinn, diese Transaktionen zur Festlegung einer Richtgröße für die 66 576,54 m^2 heranzuziehen, die in Ciudad de la Luz errichtet werden sollen.

Der Bericht nutzt den spanischen Verbraucherpreisindex (CPI — Indice de Precios al Consumo, IPC), um aktuelle Werte zu deflationieren. Der IPC wird insbesondere dazu verwendet, die aktuelle Bewertung des Landes zurück auf das Jahr 2000 zu deflationieren (S. 24). Wir merken an, dass der CPI/IPC, wie der Name sagt, keine Vermögenspreisinflation umfasst. Der Index wird auf der Grundlage eines Warenkorbs an Konsumgütern ermittelt. Die Nutzung des CPI/IPC zur Deflationierung von Landwerten und/oder Immobilienwerten ist aus den nachfolgend erklärten Gründen alles andere als unschädlich.

Wie allseits bekannt ist, fand in Spanien ein Wohnungsbauboom statt, der mehr als zehn Jahre andauerte (die aktuellen makroökonomischen Nöte Spaniens stehen in nennenswertem Umfang mit dieser Blase in Zusammenhang). Als Folge stiegen die Grundstückspreise viel schneller als der allgemeine CPI.

Gemäß den Statistiken die vom Ministerium für Wohnungswesen der spanischen Regierung (Ministerio de Vivienda, http://www.mviv.es/es/) erfasst wurden, stiegen die Immobilienpreise in der Provinz Alicante während des Zeitraums zwischen dem ersten Quartal 2000 und dem dritten Quartal 2009 (dieser Zeitraum wurde gewählt, da er dem in dem Euroval-Bericht herangezogenen Zeitraum entspricht: Januar 2000 bis August 2009) um 122,2 % gestiegen sind. Ein flüchtiger Blick auf die Zeitreihen zeigt, dass die Immobilienpreise am Anfang des betrachteten Zeitraums am schnellsten stiegen.

Dieselbe statistische Quelle enthält auch Daten zu Grundstückspreisen, aber die Reihe beginnt leider erst 2004. Der Durchschnittspreis je Quadratmeter Land auf städtischem Gebiet in der Provinz Alicante betrug im ersten Quartal 2004 234,3 EUR/m^2. Die entsprechende Zahl für Gemeinden mit mehr als 50 000 Einwohnern betrug in der Provinz Alicante im ersten Quartal 2004 464,9 EUR/m^2.

Da der Preis für Grundstücke, die für die Erschließung städtischer Regionen genutzt werden können, eng mit den Immobilienpreisen korreliert, kann man für den Zeitraum Q1 2000 — Q4 2003 eine Annäherung an den Deflator für Grundstückspreise erhalten, wenn man die Inflation der Immobilienpreise für diesen Zeitraum betrachtet. Gemäß dem spanischen Ministerium für Wohnungswesen stiegen die Immobilienpreise in der Provinz Alicante in dem Zeitraum zwischen dem ersten Quartal 2000 und dem dritten Quartal 2003 um 80,1 % an.

Folglich würde die Anwendung eines Deflators einer solchen Größenordnung (+/- 80 %) unabhängig davon, ob man den durchschnittlichen Grundstückspreis für die gesamte Provinz (234 EUR/m^2 in Q1 2004) oder den für große Gemeinden (464,9 EUR/m^2 in Q1) heranzieht, für das erste Quartal 2000 zu deutlich niedrigeren Immobilienpreisen führen, als in dem Euroval-Bericht angegeben sind.

Es ist auch erwähnenswert, dass sich die Berichte in Bezug auf die Preisentwicklung widersprechen. Wie vorstehend erwähnt, werden in dem Bericht von 2000 auf S. 18 neun Transaktionen aufgeführt, einschließlich der je Quadratmeter bezahlten Preise. Diese Transaktionen fanden zwischen Dezember 1999 und September 2000 statt und der bezahlte Durchschnittspreis lag bei 1 111,7 EUR je Quadratmeter. Dieser Wert wird als Richtgröße für die Büroflächen in dem Komplex Ciudad de la Luz herangezogen.

Der Bericht von 2009 folgt derselben Methodik. Auf S. 18 werden sieben Transaktionen aufgeführt, die zwischen April 2007 und Dezember 2008 durchgeführt wurden. Der Durchschnittswert je Quadratmeter beträgt 2 736,22 EUR. Der Bericht von 2009 bietet also unübersehbare Beweise dafür, dass die Inflation auf dem Immobilienmarkt deutlich mehr als 33,5 % beträgt, dem im Bericht von 2000 verwendeten Wert. Bei einem Vergleich der beiden Berichte erhält man eine Inflation von 146,1 %. Dies entspricht den Berichten des Ministeriums für Wohnungswesen: zwischen dem ersten Quartal 2000 und dem zweiten Quartal 2008 (der Zeitraum, in dem die meisten der Transaktionen stattfanden, auf die in dem Bericht von 2009 verwiesen wird), stiegen die Immobilienpreise in der Provinz Alicante um 152,1 %.

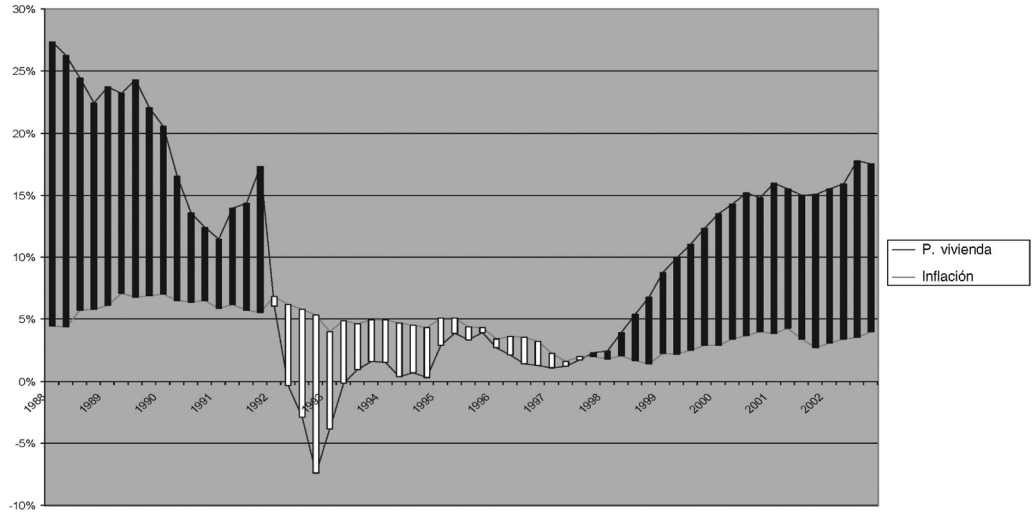
Die Tatsache, dass die Zahlen in dem Bericht von 2009 um 15 % deflationiert wurden, um die aktuellen Preise zu erhalten, ändert das Gesamtbild angesichts der betroffenen Größenordnung nicht.

Nebenbei möchten wir noch anmerken, dass es nicht sinnvoll ist, die Preise für kleine Büroflächen in Alicante als Richtgröße für den Komplex Ciudad de la Luz heranzuziehen.

Es sollten zwei weitere Anmerkungen berücksichtigt werden. Erstens, während Phasen boomender Immobilien steigen die Grundstückpreise üblicherweise schneller als die letztendlichen Hauspreise. Der Hauspreisindex bewertet die Grundstückpreisinflation in jedem Fall zu niedrig. Zweitens ist der Durchschnittspreis großer Gemeinden wahrscheinlich nicht repräsentativ für die Grundstückspreise an einem Standort wie dem von CDL. Tatsächlich stammen die meisten Daten, die für die Ermittlung dieses Durchschnittspreises herangezogen wurden, von Grundstücken, die sich in Städten oder deren unmittelbarer Nähe befinden (z. B. Vorstadt„urbanizaciones"); CDL befindet sich außerhalb der Stadt an einem Standort mit wenig (bzw. keinen) Wohnhäusern.

Schließlich wird die Hauspreisinflation anhand von Material illustriert, das genutzt wird, um Studenten im zweiten Semester an der Unversidad Carlos III de Madrid zu unterrichten. Das Material kann eingesehen werden unter: http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/, materiales, Tema I, Dia 67, das wir nachfolgend reproduzieren. Dieser grafische Nachweise bestätigt, dass die Hauspreise sehr viel schneller als der CPI/ICP gestiegen sind.

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



Originalquelle: LA VIVIENDA EN ESPAÑA: DESGRAVACIONES, BURBUJAS Y OTRAS HISTORIAS, José García Montalvo.

Die Argumente für den Nachweis, dass die Kosten der Landentwicklung praktisch Null sind, sind in allen Berichten angesichts der Tatsache, dass einige zusätzliche Kosten zu tragen wären, eher dünn.

Schließlich deutet im Fall des Bürokomplexes (NNT) der Unterschied zwischen 35 % (2002) und mehr als 50 % (2000) zwischen den Werten, die anhand der beiden Bewertungsmethoden (dynamische Residualwertmethode und Steigerung des CPI) erhalten werden, auf die hochspekulative Natur der Übung hin.

4.1.b) Berichte über die Bewertung des Grundstücks für ein Hotel (NNH-Grundstück)

Die Berichte von 2000 und 2002 über das zweite Grundstück („NNH") leiden unter denselben Mängeln (z. B. Verwendung eines unpassenden Deflators, Fehlen einer Begründung für die Nichtanwendung der im spanischen Gesetz niedergelegten Bewertungsmethoden usw.). Wie bereits gesagt, ist keiner dieser Berichte unterzeichnet oder abgestempelt.

Einige zusätzliche Kommentare sind dennoch angebracht. In den Berichten von 2000 und 2002 werden Richtpreise für die Hotelzimmer mit Hilfe von Durchschnittspreisen ermittelt. Die Quelle wird jedoch nicht genannt. Es ist auch nicht klar, ob sich die Richtpreise auf die Provinz Alicante (Bericht 2002) oder auf die Comunidad Valenciana (Bericht 2000) beziehen.

Die sich ergebenden Durchschnittspreise liegen bei 44,95 EUR/Nacht in dem Bericht von 2000 und bei 47,65 EUR/Nacht in dem Bericht von 2002. Obwohl die Quelle, die diese Werte untermauert, nicht angegeben wird, widersprechen die Werte vorangegangenen Zahlen nicht.

In dem Bericht von 2009 dagegen wird für die Ermittlung des Richtpreises eine Liste von sechs gut gelegenen 4- oder 5-Sterne-Hotels vorgelegt. Anhand dieser Liste wird ein Richtpreis von 104 EUR/Nacht ermittelt. Es gibt keine Erklärung dafür, warum die Methodik zur Festlegung der Richtpreise verglichen mit den Berichten von 2000 und 2002 geändert wurde.

Und was noch wichtiger ist, es ist schwierig zu verstehen, warum der Fokus auf 4- oder 5-Sterne-Hotels gelegt wird. Gibt es irgendeinen Hinweis darauf, dass außerhalb von Alicante, in der Nähe der Autobahn und eines „poligono industrial" Bedarf an 4- bis 5-Sterne-Hotels besteht?

Genauso ist es ziemlich aussagekräftig, dass das einzige Hotel, das sich in der Nähe des CDL-Komplexes befindet, ausgelassen wurde. Bei diesem handelt es sich um ein IBIS-Hotel, dessen Preise für den Sommer 2010 bei 49 EUR/Nacht liegen (http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml, eingesehen am 24. Februar 2010). Als weiterer Nachweis: Luxusappartements bei einem Golfplatz (und relativ nahe bei CDL) kosteten im August 2010 (Hochsaison) 80 EUR je Nacht (siehe http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, eingesehen am 24. Februar 2010).

Auch der Bericht von 2009 über das NNH-Grundstück enthält einige überraschende Feststellungen. Anfänglich ist man angenehm überrascht, festzustellen, dass die Methode zur Durchführung der Bewertung dem Gesetz entspricht (auf S. 13 steht zu lesen: „Die methodologischen Bezugnahmen sind die in der Ministerialverordnung ECO 805/2003 bezüglich der Bewertung von Immobilien und in Gesetz 6/1998 vom 13. April 1998 über die Landbewertung niedergelegten Kriterien, da das Ziel der Bewertung die Feststellung des Wertes zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist." Auf S. 25 stellt man jedoch fest, dass der Bewertungsbericht doch nicht den in der Ministerialverordnung niedergelegten Anforderungen entspricht: „In Übereinstimmung mit Artikel 61 Absatz 1 Buchstabe b der Verordnung ECO 805/2003 vom März 2003 über die Regeln zur Bewertung von Immobilien möchten wir darauf hinweisen, dass dieser Bewertungsbericht diese Verordnung formal nicht einhält, da sein Zweck nicht in den Anwendungsbereich der Verordnung fällt" („por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma").

Es ist auch interessant, festzustellen, dass es einen riesigen Unterschied zwischen den Schätzungen je Quadratmeter für die beiden Grundstücke (NNH und NNT) gibt. Während nicht verneint wird, dass die geplanten Verwendungen (Büroflächen versus Hotels) den Unterschied teilweise erklären können, ist der Unterschied dennoch auffällig. In Bezug auf Hotels liegt der Wert zwischen 144,12 EUR/m^2 (2000) und 188,35 EUR/m^2 in 2009. In Bezug auf Büroflächen liegt der Wert zwischen 491,64 EUR/m^2 (2000) und 800 EUR/m^2 in 2009. Womit können diese signifikanten Unterschiede in der Preisentwicklung (Inflation) dieser beiden direkt nebeneinander liegenden Grundstücke erklärt werden? Was kann diesen Unterschied von über 300 % ausmachen?

Sollten wir die Schlussfolgerung ziehen, dass dies darauf beruht, dass die Methodik für die Bewertung des für die Hotels gedachten Grundstücks näher an den gesetzlich festgelegten Standards bleibt? Oder sollte es auf die größere Transparenz der Preise für eine Hotelnacht zurückgeführt werden?

Es wird auch behauptet, dass die variablen Kosten 50 % der Einnahmen ausmachen (z. B. auf den Seiten 18 und 19 des Berichts von 2009). Wo kommt die Schätzung so großer Spannen her?

Die Baukosten werden auf der Grundlage des Richtpreiselements geschätzt. Für die Berichte von 2000 und 2002 werden die richtigen Zahlen gewählt. Für den Bericht von 2009 wird jedoch die Zahl von 2006 herangezogen. Warum?

4.2. *Risikoprämien*

Wir merken auch an, dass die Berichte anerkennen, dass die Investition in Hotels riskanter ist als die Investition in Büroflächen (z. B. auf S. 12 und auf S. 26 des Berichts von 2000). Die spanischen Behörden haben stets und konsequent die Errichtung eines „Hotelkomplexes" geplant.

Ähnlich gibt der Bericht an, dass der Diskontsatz (tipo de actualización) anhand der folgenden Formel (S. 16 des Berichts von 2000) ermittelt wird:

i = risikofreier Zinssatz + Risikoprämie

Auf derselben Seite werden in einer Tabelle die anzuwendenden Mindestrisikoprämien aufgeführt. Die entsprechenden Prämien liegen über der ex ante erwarteten Rendite für eine Investition in Ciudad de la Luz.

Schließlich ist die Risikoprämie, die in den Berechnungen auf S. 21 des Berichts von 2000 (10 %) verwendet wird, niedriger als diejenige, die in der entsprechenden Tabelle auf S. 16 aufgeführt wird (11 %).

4.3. *Glaubwürdige Bewertungen*

Um eine glaubwürdige Bewertung des Landes zu erhalten, hätten Bewertungen aus der Zeit um das Jahr 2000 herum für Grundstücke ähnlicher Charakteristika in Bezug auf Größe und Lage (in der Nähe des Aguas Amargas Industriekomplexes), die für die „tertiäre Nutzung“ und die „Hotelnutzung“ bestimmt sind, vorgelegt werden müssen.