II

(Niet-wetgevingshandelingen)

BESLUITEN

BESLUIT VAN DE COMMISSIE

van 8 mei 2012

betreffende steunmaatregel SA.22668 (C 8/08 (ex NN 4/08)) door Spanje aan Ciudad de la Luz SA

(Kennisgeving geschied onder nummer C(2012) 3025)

(Slechts de tekst in de Spaanse taal is authentiek)

(Voor de EER relevante tekst)

(2013/126/EU)

DE EUROPESE COMMISSIE,

Gezien het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, en met name artikel 108, lid 2, eerste alinea,

Gezien de Overeenkomst betreffende de Europese Economische Ruimte, en met name artikel 62, lid 1, onder a),

Na de belanghebbenden overeenkomstig de genoemde artikelen ([1]) te hebben aangemaand hun opmerkingen te maken en gezien deze opmerkingen,

Overwegende hetgeen volgt:

I. PROCEDURE

(1) Op 22 februari 2007 ontving de Commissie een klacht betreffende staatssteun van klager A ([2]) over steun die door de regio Valencia zou zijn verleend aan de filmstudio's „Ciudad de la Luz". Klager A bevestigde op 15 maart 2007 dat zijn klacht kon worden doorgezonden naar de Spaanse autoriteiten.

(2) Op 10 april 2007 heeft de Commissie de klacht in haar geheel doorgezonden naar de Spaanse autoriteiten met het verzoek om inlichtingen over de vermeende steun. Er waren voordien geen steunmaatregelen voor de filmsector in Valencia bij de Commissie aangemeld met het oog op de goedkeuring van staatssteun.

(3) Na op 18 april 2007 te hebben verzocht om verlenging van de beantwoordingstermijn (op 24 april verleend), beantwoordden de Spaanse autoriteiten het verzoek om inlichtingen van de Commissie op 15 juni 2007.

(4) Op 30 april 2007 stuurde klager A links naar artikelen die in „Variety" waren verschenen, waarin naar werd beweerd de productiesubsidies voor het filmen in Valencia werden beschreven en werd bevestigd dat Ciudad de la Luz filmproducties met grote budgetten aantrok ([3]).

(5) De Commissie verzocht de Spaanse autoriteiten op 13 juli 2007 om aanvullende informatie. Na op 18 juli 2007 te hebben verzocht om verlenging van de beantwoordingstermijn (op 19 juli verleend), beantwoordden de Spaanse autoriteiten het verzoek om inlichtingen van de Commissie op 8 oktober 2007.

(6) Op 15 juli 2007 ontving de Commissie een klacht van klager B ([4]). Met instemming van de klager zond de Commissie zijn klacht op 2 augustus 2007 door naar de Spaanse autoriteiten.

(7) De Commissie heeft de Spaanse autoriteiten bij schrijven van 13 februari 2008 in kennis gesteld van haar besluit om ten aanzien van deze steunmaatregel de procedure van artikel 108, lid 2, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) in te leiden. Spanje heeft op 28 april 2008 hierop geantwoord.

(8) Het besluit van de Commissie om de procedure in te leiden is in het *Publicatieblad van de Europese Unie* gepubliceerd ([5]). De Commissie nodigde belanghebbenden uit hun opmerkingen over de steunmaatregel te maken.

([1]) PB C 134 van 31.5.2008, blz. 21.

([2]) Klager A is een grote Europese filmstudio. Klager A heeft verzocht zijn naam niet openbaar te maken.

([3]) New Valencia studio offers film rebates („Nieuwe studio in Valencia biedt korting voor films") http://www.variety.com/article/VR1117958591.html?categoryid=19&cs=1; „Polanski's Pompeii takes shape' („Het Pompeii van Polanski krijgt gestalte") http://www.variety.com/article/VR1117963040?refcatid=19&printerfriendly=true.

([4]) Klager B is een grote speler in de Europese filmsector. Ook deze klager heeft verzocht zijn naam niet openbaar te maken.

([5]) Zie voetnoot 1.

(9) De Commissie ontving opmerkingen van belanghebbenden en zond deze op 3 oktober 2008 door naar Spanje. Op 21 november 2008 en 29 december 2008 ontving de Commissie de opmerkingen van de Spaanse autoriteiten.

(10) Na een bijeenkomst op 11 februari 2009 tussen de Commissie en de Spaanse autoriteiten verschafte Spanje op 30 maart 2009 aanvullende gegevens.

(11) De Commissie heeft op 26 augustus 2009 een verzoek om nadere informatie aan Spanje gestuurd, dat op 20 oktober 2009 werd beantwoord door de Spaanse autoriteiten, die op 1 februari 2010 aanvullende gegevens verschaften.

(12) De Commissie stuurde op 24 mei 2011 opnieuw een verzoek om aanvullende inlichtingen aan Spanje, waarin zij Spanje meedeelde dat zij een onafhankelijk economisch adviseur, Ecorys, in de arm had genomen. Spanje antwoordde op 7 juni 2011. De Commissie antwoordde Spanje op 22 juli 2011.

(13) De Commissie zond Spanje op 1 augustus 2011 haar laatste verzoek om inlichtingen, alsmede het verslag van Ecorys. Op 3 oktober 2011 verstrekte Spanje zijn opmerkingen over het verslag van Ecorys. Nadere gegevens over de overheidsinvestering in Ciudad de la Luz SAU werden op 11 april 2012 door Spanje ingediend.

II. **GEDETAILLEERDE BESCHRIJVING**

(14) Ciudad de la Luz is een groot filmstudiocomplex in de omgeving van Alicante (Valencia). De regionale regering van Valencia (Generalitat Valenciana) nam op 24 oktober 2000 haar oorspronkelijke besluit te investeren in het Ciudad de la Luz-project.

(15) Ciudad de la Luz SA werd op 2 november 2000 opgericht. De doelstelling van de vennootschap was de noodzakelijke activiteiten te verrichten voor de promotie, de organisatie en het beheer van het Ciudad de la Luz-complex, met inbegrip van de bouw, het beheer en de exploitatie van audiovisuele en cinematografische faciliteiten en andere activiteiten in dit verband op het gebied van recreatie en accommodatie.

(16) Van het oorspronkelijke aandelenkapitaal van 600 000 EUR van Ciudad de la Luz SA was 75 % in handen van Parque Temático de Alicante SAU, dat later Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (SPTCV) werd. SPTCV is een overheidsonderneming die namens de Generalitat Valenciana investeringsactiviteiten uitvoert. De resterende 25 % was in het bezit van Producciones Aguamarga SL, een particuliere onderneming die belast was met de overige bouwwerkzaamheden, het promoten van Ciudad de la Luz en het beheer van de studio's.

(17) In november 2001 werd het aandelenkapitaal verhoogd tot 9 miljoen EUR, waarbij SPTCV alle nieuwe aandelen kocht en op die manier haar aandelenbezit op 98,4 % bracht. SPTCV verhoogde haar deelneming in februari 2003 en mei 2004 nog verder door soortgelijke aankopen van nieuw aandelenkapitaal. Producciones Aguamarga verkocht zijn aandeel van 0,2 % in Ciudad de la Luz SA ([6]) in juli 2004 aan SPTCV (voor 139 059 EUR). Sindsdien bezit de Generalitat Valenciana via SPTCV 100 % van het aandelenkapitaal van Ciudad de la Luz SAU. Sinds dat moment is Ciudad de la Luz SAU een overheidsonderneming die volledig in handen is van SPTCV en wat betreft aanbestedingen en financieel toezicht aan het publiek recht onderworpen is. Producciones Aguamarga bleef echter het beheer voeren over Ciudad de la Luz.

(18) Het filmstudiocomplex opende in augustus 2005 zijn deuren voor filmproducties. Het complex was zodanig opgezet dat het plaats kon bieden aan de grootste filmproducties. De bouw ervan ging in 2002 van start en verliep in drie fasen:

— fase 1 (voltooid): 6 opnamestudio's met airconditioning met een gezamenlijke oppervlakte van 11 000 m^2, productiefaciliteiten, 15 050 m^2 aan werkplaatsen/opslag, en 2 externe filmlocaties (backlots) van in totaal 14 ha,

— fase 2 (voltooid nadat het officiële onderzoek van start was gegaan): cateringfaciliteiten, een administratiegebouw, een laboratorium voor de postproductie en een derde externe filmlocatie (backlot) van 5 ha met een bassin voor onderwaterfilmen,

— fase 2B (werkzaamheden nog niet begonnen): een groot, diep waterbassin met natuurlijke horizon,

— fase 3 (werkzaamheden nog niet begonnen): een opnamestudio met een oppervlakte van 5 000 m^2 (die de grootste ter wereld moet worden), nog een backlot en 4 tv-studio's.

(19) Op het studiocomplex is ook een universitair centrum voor audiovisuele productie (cinema, tv, radio, internet) gehuisvest die masteropleidingen aanbiedt welke alle aspecten van de filmproductie bestrijken (artistiek, technische marketing, communicatie). De oorspronkelijke plannen uit 2000 omvatten nog andere, aanvullende investeringen in aangrenzende winkelcentra, hotels en sportcomplexen, waarmee een positieve kasstroom voor

([6]) Met de kapitaaloverdracht die op 7 oktober 2004 plaatsvond, werd Ciudad de la Luz SA Ciudad de la Luz SAU, een naamloze eenpersoonsvennootschap (sociedad anónima unipersonal), waarvan het gehele aandelenkapitaal in handen van SPTCV was.

het project moest worden gegenereerd, maar die tot op heden nog niet zijn ontwikkeld. In 2004 stelde de Generalitat Valenciana het noodzakelijke perceel grond beschikbaar en in 2005 werden oproepen gepubliceerd tot het indienen van voorstellen voor de in concessie te geven exploitatie van deze ondernemingen. De offertes waren echter niet aantrekkelijk genoeg en de aanvullende investeringen zijn dan ook niet uitgevoerd.

(20) Dankzij bepaalde aspecten van zijn ultramoderne faciliteiten ligt Ciudad de la Luz ver voor op het beperkte aantal concurrerende filmstudio's in Europa wat betreft de capaciteit voor films met grote budgetten. Zo zou de opnamestudio van 5 000 m^2 in de oorspronkelijke plannen voor Ciudad de la Luz de grootste ter wereld zijn geweest ([7]). De Commissie merkt op dat grote opnamestudio's alleen van belang zijn voor grote filmproducties.

(21) Tot voor kort werd de studio beheerd door Aguamarga Gestión de Estudios SL, dat fungeerde als zaakwaarnemer voor de filmstudio in ruil voor een vergoeding op basis van een meerjarig beheercontract met de aandeelhouder.

Overheidsinvesteringen door SPTCV en bedrijfsplannen van Ciudad de la Luz

(22) Voordat de bouwwerkzaamheden van start gingen, in 1999-2000, werden de haalbaarheid, de omvang en de strategische richtsnoeren van de ontwikkeling van Ciudad de la Luz door externe adviseurs geanalyseerd in vier studies, die Spanje in de loop van de formele onderzoeksprocedure heeft overgelegd.

(23) In deze studies werd de te verwachten groei van het aantal filmproducties verkend ([8]), werden verschillende locaties in de regio Valencia met elkaar vergeleken met het oog op de bouw van filmstudio's ([9]) en werden een voorlopige analyse ([10]) en bedrijfsplan ([11]) voor een filmstudiocomplex opgesteld. Deze waren niet door de Spaanse autoriteiten ingediend voordat de Commissie het besluit nam ten aanzien van het project een formele onderzoeksprocedure naar staatssteun in te leiden. De gegevens in het besluit tot inleiding van de procedure van 22 februari 2008 waren afkomstig uit een studie (door Consultia) dat, zoals de Spaanse autoriteiten de Commissie hadden meegedeeld, in 2002 was uitgevoerd. Na het inleidingsbesluit bracht Spanje de Commissie er echter van op de hoogte dat deze studie in 2004 was uitgevoerd.

(24) De conclusies van het bedrijfsplan uit 2000, dat door Arthur Andersen was opgesteld ([12]), waren positief, ook wat betreft de te verwachten rentabiliteit op de middellange tot lange termijn. De positieve kasstroom van het filmstudioproject werd gedocumenteerd gedurende een periode van vijf jaar (2002-2006) nadat de bouwwerkzaamheden voor de studiogebouwen, een conferentiezaal en een school voor film- en televisietechniek waren voltooid.

(25) De bouwkosten voor deze fasen werden geraamd op 16,9 miljard ESP (101,7 miljoen EUR). De grondkosten waren hierbij niet inbegrepen en volgens het bedrijfsplan kon de prijsberekening met +/- 30 % variëren. De kosten van de latere fasen tot de voltooiing van het project werden niet begroot.

(26) Op basis van dit bedrijfsplan investeerde SPTCV tussen 2000 en 2004 zelf of via een bemiddelende instantie in Ciudad de la Luz voor in totaal 104 259 759 EUR, door het aandelenkapitaal te verhogen en door grond beschikbaar te stellen. Voor nadere informatie, zie overweging 53.

(27) Aangezien de bouw twee jaar langer in beslag nam dan verwacht en het investeringsschema aanzienlijk naar boven werd bijgesteld, gaf Ciudad de la Luz/SPTCV in 2004 Consultia opdracht tot een nieuwe studie en het opstellen van een nieuw bedrijfsplan ([13]). Ook de conclusies van het onderzoek van Consultia over de rentabiliteit van het project waren positief: volgens een bedrijfsplan voor de periode 2004-2014 zou de investering door SPTCV tot 2014 en op de langere termijn een positief rendement opleveren.

(28) In juli 2004 werd het aandeel in Ciudad de la Luz SA dat in handen was van Producciones Aguamarga SL voor 139 059 EUR door SPTCV gekocht. In tegenstelling tot SPTCV had Producciones Aguamarga SL na zijn oorspronkelijke investering van 150 000 EUR in november 2000 niet verder in Ciudad de la Luz SA geïnvesteerd. Tegen de tijd dat het aandeel van Producciones Aguamarga SL in Ciudad de la Luz SA door SPTCV werd gekocht, was dit dus gedaald tot 0,2 %. De onderneming kwam na deze transactie volledig in overheidshanden en werd dus Ciudad de la Luz SAU.

([7]) *Bron:* Let there be light, artikel op de website Hollywood Reporter — 31 oktober 2006: http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371.

([8]) Bijlage I bij het antwoord van Spanje van 28 april 2008: „La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento" (Estudios e Investigaciones Audiovisuales — januari 1999).

([9]) Bijlage IV bij het antwoord van Spanje van 28 april 2008: „Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana" — Samenvatting (PriceWaterhouseCoopers — 30 januari 2000).

([10]) Bijlage II bij het antwoord van Spanje van 28 april 2008: „Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana — Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto" (Arthur Andersen — ongedateerd).

([11]) Bijlage III bij het antwoord van Spanje van 28 april 2008: „Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana" (Arthur Andersen — ongedateerd).

([12]) Zie voetnoot 10.

([13]) Bijlage VI bij het antwoord van Spanje van 28 april 2008:"Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004-2014" (Consultia IT — 7 mei 2004).

(29) Op grond van het gewijzigde werkschema en het gewijzigde bedrijfsplan verstrekte SPTCV, als enig aandeelhouder, twee participatieleningen ter waarde van 95 miljoen EUR en 20 miljoen EUR in respectievelijk 2005 en 2007. Uit de rekeningen van Ciudad de la Luz SAU tot en met 31 december 2010, die de Spaanse autoriteiten in april 2012 hebben overgelegd, blijkt dat SPTCV vervolgens tussen 2008 en 2010 een bedrag van in totaal 45 829 840 EUR aan in aandelen omzetbare leningen heeft geïnvesteerd. Uit deze rekeningen blijkt ook dat aan SPTCV over de participatieleningen uit 2005 en 2009 rente moest worden betaald ten belope van in totaal 7 222 160 EUR voor 2009 en 2010. Bovendien was de onbetaalde rente over de converteerbare leningen tegen 31 december 2010 opgelopen tot 1 814 187 EUR. Tegen het einde van 2010 beliep de investering van overheidsmiddelen door SPTCV in Ciudad de la Luz, met inbegrip van de nog uitstaande rente over de verstrekte leningen, in totaal 274 125 946 EUR.

Commerciële strategie en bedrijfsresultaten van Ciudad de la Luz

(30) Volgens het bedrijfsplan van 2000 moest Ciudad de la Luz het studiocomplex met de op een na grootste capaciteit van Europa worden (na Pinewood) en Spaanse producties aantrekken (film, tv en reclame), met als aanvullende doelstelling zestien buitenlandse (EU en VS) filmproducties per jaar. Een van de strategische doelstellingen in het herziene bedrijfsplan van 2004 bestond erin dat Ciudad de la Luz vooral grote film- en tv-producties zou aantrekken.

(31) Volgens het bedrijfsplan van 2004 waren de belangrijkste internationale concurrenten van Ciudad de la Luz grote studio's buiten de VS, met name de studio's die vergelijkbaar zijn met Ciudad de la Luz, namelijk Pinewood-Shepperton (VK), Cinecittà (Italië), Barrandov (Tsjechië), Babelsberg (Duitsland), Cinécité Montreal & Lions Gate (Canada) en Warner Roadshow & Fox (Australië).

(32) De tarieven die in het aanvankelijke bedrijfsplan uit 2000 voor het gebruik van studiodiensten (bv. huur van een backlot, werkplaats) werden beoogd, vielen binnen dezelfde orde van grootte als de tarieven die werden toegepast door vergelijkbare studio's in de EU (d.w.z. Shepperton and Elstree in het VK, Babelsberg in Duitsland). In het herziene bedrijfsplan uit 2004 is, onder verwijzing naar de tarieven die worden gehanteerd door internationaal befaamde studio's, ook een strategisch prijsstellingsmodel opgenomen dat circa 15-20 % goedkoper is dan topstudio's (VS en Pinewood VK) maar 50 %-100 % duurder dan studio's in de EU (Barrandov in Tsjechië en Babelsberg in Duitsland).

(33) In de praktijk zijn de nationale en internationale doelstellingen van de bedrijfsstrategie van Ciudad de la Luz niet verwezenlijkt. Tussen 2005 en 2009 zijn 33 films opgenomen in Ciudad de la Luz; 28 daarvan waren Spaanse producties en slechts 5 waren coproducties met andere EU-landen (Griekenland, Frankrijk). Afgezien van incidentele hoogtepunten dankzij grote Europese coproducties als „Asterix en de Olympische Spelen" en, meest recentelijk, een Amerikaans-Spaanse coproductie, zijn de films die in Ciudad de la Luz zijn opgenomen sinds de studio in augustus 2005 zijn deuren opende voornamelijk Spaanse nationale producties.

(34) Ondanks de in het bedrijfsplan van 2004 geformuleerde vooruitzichten, volgens welke 2010 het eerste jaar zou zijn waarin (bescheiden) positieve bedrijfsresultaten zouden worden behaald, is de commerciële exploitatie van Ciudad de la Luz tot op heden verlieslatend. Tegen eind 2010 leed Ciudad de la Luz een cumulatief verlies van 84 miljoen EUR, terwijl de verwachting in het bedrijfsplan van 2004 voor diezelfde datum was dat de studio een cumulatieve winst van 12 miljoen EUR zou behalen. In vergelijking met de bovengenoemde studio's is Ciudad de la Luz er tot nu toe niet in geslaagd de geplande hoeveelheid niet-Spaanse producties binnen te halen en zelfs wat de Spaanse producties betreft zijn de resultaten beneden verwachting. Ook zijn de exploitatieverliezen groter dan verwacht.

Redenen voor de inleiding van de procedure

(35) Aanleiding voor het onderzoek van de Commissie was een klacht van klager A in 2007, en een later ingediende klacht van klager B; beide klagers spelen een vooraanstaande rol in de filmsector in verschillende lidstaten. Volgens de klachten zou de overheidsfinanciering van Ciudad de la Luz en, vooral, het stelsel van stimulansen voor de productie van bepaalde films, dat door Ciudad de la Luz was opgezet, onwettige staatssteun inhouden.

(36) Zoals eerder vermeld, was, op het tijdstip waarop de Commissie de formele onderzoeksprocedure in februari 2008 inleidde, de enige basis voor het investeringsbesluit die door de Spaanse autoriteiten was aangedragen het bedrijfsplan van Consultia dat naar beweerd werd in 2002 was opgesteld. Na een inleidend onderzoek betwijfelde de Commissie ten zeerste of een marktinvesteerder onder dezelfde voorwaarden en op dezelfde schaal zou hebben geïnvesteerd als de Generalitat Valenciana.

(37) Wat de mogelijke verenigbaarheid van de steun betreft, beschikte de Commissie niet over informatie aan de hand waarvan zij kon nagaan of was voldaan aan de voorwaarden van de richtsnoeren voor regionale steun die destijds (2000-2004) op de regio Valencia van toepassing waren. De Commissie betwijfelde eveneens of de culturele uitzondering waarnaar in artikel 107, lid 3, onder d) van het Verdrag wordt verwezen kon worden toegepast,

aangezien Ciudad de la Luz cultuur noch de instandhouding van het culturele erfgoed bevorderde, kon worden gebruikt voor allerlei audiovisuele werken, met inbegrip van reclamespots, en met andere exploitanten concurreerde om commerciële producties aan te trekken.

(38) De Commissie merkte ook op dat er mogelijk sprake was van staatssteun in het stelsel van stimuleringsmaatregelen voor filmopnamen in Ciudad de la Luz en constateerde dat de betreffende filmproducenten begunstigden waren. De stimuleringsmaatregelen voor de productie van bepaalde langspeelfilms waren gericht op specifieke activiteiten op een specifieke locatie op grond van onbekende criteria en leken dus niet te voldoen aan de voorschriften zoals bepaald in de mededeling van de Commissie inzake de filmsector.

III. **OPMERKINGEN VAN BELANGHEBBENDEN**

(39) De Commissie heeft van in totaal tien belanghebbenden opmerkingen ontvangen. Vier van hen zijn exploitanten van filmstudio's in andere lidstaten dan Spanje (klager A, klager B, Barrandov Studio en Mediterranean Film Studios Limited); vijf zijn actief in de Spaanse filmsector (Federación de Asociaciones de Productores Audiovisuales Españoles — FAPAE, Associacio de directors de cinema valencians, de Empreses audiovisuals valencianes federades — EAVf, de producentenvereniging Productors audiovisuals valencians en Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana — SPTCV SAU); en één was een nationaal orgaan voor financiering en beleid voor de filmsector (UK Film Council).

Opmerkingen van actieve filmstudio's

(40) In zijn vertrouwelijke klacht van 25 juni 2008 geeft klager B uiting aan zijn bezorgdheid over de steun dankzij welke Ciudad de la Luz ontstond en op dit moment functioneert. Volgens klager B zijn de stappen die de Commissie heeft ondernomen door de procedure in te leiden van essentieel belang voor zijn onderneming en voor de sector.

(41) In zijn vertrouwelijke klacht van 30 juni 2008 spitst klager A zijn opmerkingen over het diepgaand onderzoek toe op vier punten: i) de kosten van financiering van de studio's, ii) de wijze waarop de financiering van een startende onderneming wordt aangepakt, iii) de definitieve verkoopwaarde en iv) de overige stimuleringsmaatregelen die waren genomen door Ciudad de la Luz. Volgens deze klager „zou een particuliere investeerder zelfs een gevestigde, winstgevende studio beschouwen als op zijn minst een investering van gemiddeld risico …. Dit is gebaseerd op het feit dat, hoewel een studio gedekt wordt door activa …, het aandeel vaste kosten waarschijnlijk hoog is ten opzichte van de variabele kosten, waardoor winst moeilijk te voorspellen valt. Andere factoren, zoals de cyclische aard van de filmproductiesector, maken de onzekerheid nog groter".

(42) Volgens klager A zou een gewogen gemiddelde kapitaalkostenvoet (weighted average cost of capital — WACC) van ongeveer 15 % passend zijn voor een gevestigde studio, hoewel „het door de private-equity-investeerders (van klager A) verwachte rendement hoger lag". Een beginnende studio zou door een particuliere investeerder worden beschouwd als „een investering waaraan gemiddeld tot hoog risico verbonden is en hij zou dus een wezenlijk hoger rendement op zijn investering verwachten (al zou enige aanlooptijd voordat daadwerkelijk winst werd gemaakt toelaatbaar zijn). Aangezien de mogelijkheden voor startende ondernemingen om conventionele financieringsbronnen aan te boren doorgaans beperkt zijn (als ze er al zijn), wordt de WACC gewoonlijk verhoogd zowel door het hogere investeringsrendement dat geëist wordt als door het ontbreken van een lagere kostenschuld".

(43) De definitieve verkoopwaarde van Ciudad de la Luz die in het inleidingsbesluit wordt vermeld, is naar de mening van klager A onrealistisch. Ook stelt hij dat een particulier investeerder een veelvoud van de winst voor aftrek van rente en belastingen van meer dan 12-15 normaliter niet als een goed referentiepercentage voor de waardebepaling zou beschouwen.

(44) Tot slot beweerde klager A dat met de stimuleringsmaatregelen die waren genomen om producties aan te trekken de kosten die filmproductiemaatschappijen moesten maken om gekwalificeerd technisch en ondersteunend personeel te werven, waaraan in de regio Valencia een tekort zou zijn, lijken in feite te zijn gesubsidieerd. Klager A vindt dat de stimuleringsmaatregelen ernstige negatieve gevolgen hebben voor de mededinging, omdat de studio's zonder dergelijke stimulansen meer moeite zouden hebben gehad om filmproducties aan te trekken.

(45) In zijn oorspronkelijke bijdrage van 25 juni 2008 benadrukte Barrandov Studio dat de vermeende steun de betreffende markt verstoort en andere concurrenten benadeelt. Met het oog op de complexiteit van de zaak verzocht Barrandov Studio om extra tijd voor het indienen van nadere opmerkingen. De Commissie ontving deze opmerkingen op 15 september 2008. Barrandov Studio onderschrijft de argumenten van klager A en benadrukt

dat de omvang van de opnamestudio's en hun aantal erop wijzen dat Ciudad de la Luz zich niet zozeer richt op Spaanse films als wel op Amerikaanse films met een groot budget. Het feit dat Alicante in vergelijking met Madrid of Barcelona slechts over een gering aantal beroepsmensen en een minder ontwikkelde infrastructuur voor filmproducties beschikt, wijst niet op een logische locatiekeuze. Vanuit strategisch oogpunt zou een investeerder in de studio het cliëntenbestand onderverdelen in lokale cliënten die voor een stabiele inkomstenstroom zorgen en buitenlandse cliënten die vooral grootschalige buitenlandse producties maken. Ciudad de la Luz volgt de tegenovergestelde strategie, die gebaseerd is op het verlenen van studiodiensten tegen uitermate lage prijzen, zonder rekening te houden met de vestigingskosten. Bovendien zou een investeerder een veel sneller rendement hebben geëist vanwege de onzekerheid die er het gevolg van is dat in deze sector de inkomsten over meer dan 3 tot 5 jaar moeilijk te voorspellen zijn. Volgens Barrandov wordt deze stelling bevestigd door een vertrouwelijk bedrijfsplan waarin een toelichting wordt gegeven op zijn recente investering in nieuwe studio's: deze investering werd gedaan uitgaande van de veronderstelling dat vanaf het tweede bedrijfsjaar sprake zou zijn van netto-inkomsten met een terugverdientijd van minder dan acht jaar. Ook ziet Barrandov geen rationele verklaring voor de hoogte van de winst (341 miljoen EUR) die de Spaanse autoriteiten voor 2014 verwachten.

(46) In zijn bijdrage van 27 juni 2008 beperkt Mediterranean Film Studios Limited zijn opmerkingen tot de waterbassins die Ciudad de la Luz had aangekondigd. De studio beweert dat zijn eigen waterbassins uniek zijn in Europa en alleen te vergelijken zijn met die van Fox in Baja California (Mexico). Gezien de lage bezettingsgraad per jaar van zijn eigen bassins voert Mediterranean aan dat naar zijn mening, die door de sector wordt gedeeld, er in het Middellandse Zeegebied of in Europa al genoeg capaciteit is voor waterbassins voor filmproducties.

Opmerkingen van partijen die actief zijn in de Spaanse filmsector

(47) In haar opmerkingen van 30 juni 2008 betoogt de Federacion de asociaciones de productores audiovisuales españoles (FAPAE) dat Ciudad de la Luz meer concurrentie heeft gegenereerd in de markt voor grote productiefaciliteiten. De klagers zouden slechts hun marktaandeel willen behouden en willen verhinderen dat concurrenten hun intrede doen die een qua dienstverlening en prijs geloofwaardig alternatief voorstellen voor hun eigen studio's, die de Europese markt domineren. De FAPAE beweert tevens dat studio's zoals Barrandov, Cinecittà, Babelsberg of Mafilms hun marktpositie en reputatie hebben opgebouwd rond overheidssteun in verschillende vormen, waaronder overheidsdeelneming in het aandelenkapitaal. Meer in het algemeen onderstreept de FAPAE dat het behoud van culturele diversiteit een rechtvaardiging vormt voor sterke overheidsbemoeienis in de sector. Met name zou Ciudad de la Luz de Spaanse productie-industrie geavanceerde en ultramoderne diensten bieden in Spanje die anders tegen hogere kosten in het buitenland moeten worden gekocht. Tegen de bewering dat Ciudad de la Luz zich op superproducties zou richten, voert de FAPAE aan dat Spaanse lowbudgetproducties veel profijt hebben van Ciudad de la Luz en dat de studio zich richt op nationale of lokale cultuur en daarmee bijdraagt aan de verwezenlijking van de culturele doelstellingen die zijn vastgelegd in voormalig artikel 87, lid 3, onder d) (nu artikel 107, lid 3, onder d)). De opmerkingen van de Empreses audiovisuals valencianes federades (EAVf) van 21 mei 2008 en die van de producentenvereniging Productors audiovisuals valencians van 16 mei 2008 komen in grote lijnen, en soms zelfs letterlijk, overeen met de opmerkingen van de FAPAE.

(48) In zijn opmerkingen van 5 juni 2008 benadrukt de Associaciò de directors de cinema valencians dat de Amerikaanse filmindustrie met haar dominante positie de Europese producties op een zijspoor zet door een reeks vermeende misbruiken. Volgens deze organisatie zijn correctieve maatregelen noodzakelijk, indien men wil dat Europese culturele werken onder gelijke voorwaarden kunnen concurreren met Amerikaanse. Deze vereniging beweert dat de bemoeienis van de overheid met Ciudad de la Luz in dat opzicht van fundamenteel belang is en ten goede komt aan Europese, Spaanse en Valenciaanse producties met de bedoeling hun culturele identiteit in stand te houden.

(49) De opmerkingen van Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (die 100 % eigenaar is van Ciudad de la Luz SAU en zelf in handen is van de Comunidad Valenciana) van 23 juni 2008 bevatten in essentie dezelfde subsidiaire argumenten en steunen op de bewijzen die door Spanje zijn aangevoerd. In deze opmerkingen wordt bijzondere nadruk gelegd op de volgende aspecten. In de eerste plaats toont het feit dat een particuliere investeerder het project, toen het in 2000 van start ging, op grond van de beschikbare onderzoeken gedeeltelijk financierde, duidelijk aan dat de investering door de overheidsinstanties de logica van een particuliere investeerder volgde. Beide studies in 2000 en 2004 kwamen zonder voorbehoud tot de conclusie dat het project rendabel was. In de tweede plaats zijn de stimulansen voor specifieke films uit commercieel oogpunt verdedigbaar voor een nieuwe onderneming en worden verstrekt als „sponsorcontract" in ruil voor promotieactiviteiten die enerzijds de reputatie van de studio's ten goede komen en anderzijds advertentiekosten voor de ontvangers met zich brengen. In een onderzoek dat in dit verband is uitgevoerd, wordt het economisch rendement van sponsorcontracten voor Ciudad de la Luz geraamd op […] (*) miljoen EUR.

(*) Vertrouwelijke informatie die in de tekst van dit besluit is weggelaten, wordt aangeduid met […].

Opmerkingen van nationale organen die filmproducties financieren

(50) De UK Film Council bevestigt in zijn brief van 25 juni 2008 dat er goede redenen zijn voor het besluit tot inleiding van de formele onderzoeksprocedure.

IV. OPMERKINGEN VAN DE SPAANSE AUTORITEITEN

(51) Nadat het formele onderzoek was ingeleid, maakten de Spaanse autoriteiten bekend dat het oorspronkelijke investeringsbesluit was gebaseerd op een bedrijfsplan dat in 2000 was opgesteld, en niet op het bedrijfsplan dat zij eerder hadden ingediend. Dit bedrijfsplan maakte deel uit van een onderzoek dat was uitgevoerd in 2004, en niet in 2002, zoals de Spaanse autoriteiten de Commissie eerder hadden meegedeeld.

(52) Tegen de tijd dat het onderzoek uit 2004 werd uitgevoerd, was er al meer dan 90 miljoen EUR in het project geïnvesteerd. De Spaanse autoriteiten houden derhalve staande dat er twee investeringsbesluiten zijn genomen: één in 2000 voor de eerste fase van het project en één in 2004 voor de geplande uitbreiding.

(53) Het tijdschema voor de investeringen in Ciudad de la Luz, dat in april 2012 voor het laatst door de Spaanse autoriteiten is bijgewerkt, ziet er als volgt uit:

Datum	Beschrijving	Overheidsinvestering (in EUR)
24.10.2000	Regio Valencia besluit tot de ontwikkeling van Ciudad de la Luz	—
2.11.2000	Ciudad de la Luz SA wordt in het leven geroepen (75 % in handen van Parque Temático de Alicante SAU, 25 % in handen van Producciones Aguamarga SL)	450 000 [75 % van 600 000]
21.11.2001	Parque Temático de Alicante SAU investeert eenzijdig in een kapitaalverhoging van 9 miljoen EUR in Ciudad de la Luz SA (waardoor zijn aandeel stijgt tot 98,4 %)	9 000 000
6.2.2003	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU [1] investeert eenzijdig in een kapitaalverhoging van 30 miljoen EUR in Ciudad de la Luz SA (waardoor zijn aandeel stijgt tot 99,6 %)	30 000 000
4.5.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU investeert eenzijdig in een kapitaalverhoging van 54 870 660 EUR in Ciudad de la Luz SA (waardoor zijn aandeel stijgt tot 99,8 %)	54 870 660
23.7.2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU verwerft het aandeel van 0,2 % in Ciudad de la Luz SA dat in handen is van Producciones Aguamarga SL (met een nominale waarde van 150 000 EUR) voor 139 059 EUR (waardoor zijn aandeel in Ciudad de la Luz SA stijgt tot 100 %)	139 059
9.3.2005	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU stelde het terrein waarop de studio's werden gebouwd beschikbaar aan Ciudad de la Luz SA, waarmee het zijn aandelenkapitaal verhoogde met 9 800 040 EUR (al was het gebied in de boeken van Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU gewaardeerd op 1 030 856 EUR). Al vóór deze datum had het project toestemming van de Generalitat Valenciana gekregen om de studio's op die locatie te bouwen.	9 800 040
Zomer 2005	Ciudad de la Luz SA begint zijn activiteiten als filmstudio	—
28.4.2005	Participatielening van 95 miljoen EUR	95 000 000
26.12.2007	Participatielening van 20 miljoen EUR	20 000 000
30.6.2008	Converteerbare leningen worden uitgegeven met een optie om de lening vóór 31 december 2008 in aandelen om te zetten.	10 000 000

Datum	Beschrijving	Overheidsinvestering (in EUR)
2.1.2009	Converteerbare leningen worden uitgegeven met de optie om de lening vóór 30 juni 2009 in aandelen om te zetten.	10 000 000
17.3.2009	Toestemming voor converteerbare leningen worden uitgegtot 30 miljoen EUR met een optie om de lening vóór 30 december 2009 in aandelen om te zetten.	25 829 840
31.12.2010	Onbetaalde rente over participatieleningen in 2009 en 2010	7 222 160
31.12.2010	Onbetaalde rente over niet geconverteerde leningen in 2009 en 2010	1 814 187
	Totaal	274 125 946

([1]) Eerder bekend onder de naam Sociedad Parque Temático de Alicante, SAU.

(54) De Spaanse autoriteiten hebben in hun antwoorden vooral getracht aan te tonen dat de investering geen staatssteun inhoudt aangezien een marktinvesteerder onder dezelfde voorwaarden in het project zou hebben geïnvesteerd (toepassing van het beginsel van een investeerder in een markteconomie). Ter staving hiervan hebben zij rapporten van economisch adviesbureau LECG overgelegd.

(55) De Spaanse autoriteiten voerden aan dat, zelfs als de Commissie van mening was dat de investering ten minste voor een deel staatssteun was, alle films die in Ciudad de la Luz waren opgenomen voldeden aan de culturele criteria van de stimuleringsmaatregelen van Valencia voor filmproducties, die de Commissie in april 2008, december 2008 en juli 2009 had goedgekeurd ([14]). Volgens Spanje kan de culturele uitzondering waarnaar wordt verwezen in artikel 107, lid 3, onder d), VWEU worden toegepast op investeringssteun hoger of lager in de filmproductieketen.

(56) De Spaanse autoriteiten merken tevens op dat eventuele steun in de overheidsfinanciering van Ciudad de la Luz en in de stimulansen die aan films worden geboden moet worden gezien in het licht van het verstorende effect van nationale filmsubsidieregelingen in andere lidstaten die grote filmproducties naar concurrenten van Ciudad de la Luz aantrekken ([15]).

(57) De Spaanse autoriteiten betogen voorts dat volgens de richtsnoeren voor regionale steun die destijds (1998) van toepassing waren een steunintensiteit van 36 % voor het investeringsproject zou zijn toegestaan. Ook zou worden voldaan aan de aanvullende voorwaarden die later, in 2002, werden ingevoerd in de multisectorale kaderregeling betreffende regionale steun voor grote investeringsprojecten met een marktaandeel van minder dan 25 % en een capaciteitsverhoging van meer dan 5 %.

(58) De Spaanse autoriteiten zonden een tweede rapport van LECG waarin kritiek werd geuit op de analyse door de diensten van de Commissie van het bedrijfsplan uit 2004. LECG bekritiseerde de analyse van de diensten van de Commissie en gaf alternatieve waarden voor de gegevens en de risicofactoren. Ook gaf het bureau retrospectieve taxatieprijzen op voor het terrein waarop Ciudad de la Luz gebouwd was.

(59) De diensten van de Commissie hebben zich in een tweede economische analyse geboden over het bedrijfsplan uit 2000 en de retrospectieve landtaxaties die Spanje had overgelegd. Daarnaast is door een onafhankelijk adviesbureau op verzoek van de Commissie een economische beoordeling uitgevoerd van de toepassing van het beginsel van de particuliere investeerder in een markteconomie. Het resulterende rapport werd op 30 september 2011 naar de Spaanse autoriteiten gezonden.

(60) De Spaanse autoriteiten bleven bij het standpunt dat zij hadden verkondigd in hun opmerkingen naar aanleiding van het besluit tot inleiding van de procedure, namelijk dat het verwachte rendement van Ciudad de la Luz moest worden vergeleken met dat van zijn voornaamste filmstudioconcurrenten in de EU (bv. Babelsberg, Pinewood) en niet, zoals Ecorys ([16]) doet, met dat van gediversifieerde Amerikaanse audiovisuele concerns (Time Warner, Disney) ([17]). De Spaanse autoriteiten houden staande dat deze benchmark moet worden gebaseerd op openbare informatie (bv. Bloomberg) uit de tijd dat hun investeringsbesluit werd genomen (d.w.z. 2000 en 2004, niet

([14]) Staatssteunbesluiten N379/07 (2 april 2008), N309/08 (15 december 2008) en N108/09 (30 juli 2009).

([15]) De nationale subsidie kan zelfs 24 % (VK) en 20 % (Duitsland) van de productiekosten bedragen. In de herziening van haar mededeling inzake de filmsector behandelt de Commissie de subsidiewedloop tussen nationale steunregelingen voor de filmsector om buitenlandse investeringen van grote filmproductiemaatschappijen aan te trekken.

([16]) Het economisch adviesbureau Ecorys stelde een onafhankelijk rapport op over deze zaak. Zie hoofdstuk V voor nadere details.

([17]) Ecorys neemt echter ook de Europese filmstudio Babelsberg in zijn vergelijkende studie op, samen met andere ondernemingen wereldwijd.

2008). Tot slot beweren zij ook dat een aantal misverstanden of technische tekortkomingen de conclusies van het onderzoek van Ecorys ongeldig maken ([18]). De Spaanse autoriteiten menen dat als deze zouden worden gecorrigeerd en een adequate vergelijking met concurrenten zou worden uitgevoerd, het verwachte rendement van de investering waartoe op grond van de destijds beschikbare informatie besloten was, aan de criteria van de investeerder in een markteconomie zou voldoen.

V. **BEOORDELING VAN DE STEUN**

(61) Overeenkomstig artikel 107, lid 1, VWEU „zijn steunmaatregelen van de staten of in welke vorm ook met staatsmiddelen bekostigd, die de mededinging door begunstiging van bepaalde ondernemingen of bepaalde producties vervalsen of dreigen te vervalsen, onverenigbaar met de interne markt, voor zover deze steun het handelsverkeer tussen de lidstaten ongunstig beïnvloedt". Daaruit volgt dat, om een maatregel aan te merken als staatssteun, aan de volgende cumulatieve voorwaarden moet worden voldaan: 1) de maatregel moet bekostigd zijn met staatsmiddelen, 2) hij moet ondernemingen een economisch voordeel opleveren, 3) het voordeel moet selectief zijn en de mededinging vervalsen of dreigen te vervalsen, 4) de maatregel moet het handelsverkeer tussen de lidstaten ongunstig beïnvloeden.

Economisch voordeel

(62) Zoals hierboven is aangegeven, hebben de Spaanse autoriteiten betoogd dat de maatregel geen staatssteun behelst, omdat deze voldoet aan de criteria van de investeerder in een markteconomie. Nagegaan wordt of een marktinvesteerder, op het moment waarop het besluit werd genomen de overheidsinvestering te doen, onder dezelfde voorwaarden in het project zou hebben geïnvesteerd als de publieke investeerder. Het is in dit verband relevant dat er aanvankelijk een particuliere investeerder in het project was ([19]) en dat de Spaanse autoriteiten opdracht hadden gegeven tot verscheidene studies, waarin geconcludeerd werd dat het project een positieve kasstroom zou genereren (zie overweging 22).

(63) Zoals vermeld in overweging 17, had in het geval van Ciudad de la Luz aanvankelijk een particuliere investeerder (de beheermaatschappij) 25 % van het project in bezit (d.w.z. 150 000 EUR van het oorspronkelijke aandelenkapitaal van 600 000 EUR). Deze particuliere investeerder trok zich echter terug voordat hij zelf extra middelen had toegezegd (hij werd in 2004 door SPTCV overgenomen). Daarna is door geen andere particuliere investeerder in het project geïnvesteerd.

(64) Het feit dat de enige particuliere investeerder slechts een marginaal bedrag had toegezegd en zich terugtrok op het moment waarop het grootste deel van de investering beschikbaar moest worden gesteld, kan als voorlopig bewijs worden beschouwd dat een particuliere investeerder een dergelijk project niet zou hebben uitgevoerd onder de destijds geldende voorwaarden. Deze particuliere investeerder bevond zich bovendien in een zeer specifieke situatie (en kwam dus niet overeen met de marktinvesteerder die in de jurisprudentie als referentie wordt genomen), omdat hij ook verantwoordelijk was voor het opstarten van het project, het toezicht houden op de bouwwerkzaamheden en het beheren en promoten van de studio's, in ruil waarvoor hij een beheervergoeding ontving. Dit betekent dat zijn aanvankelijke investering op zichzelf beschouwd rationeel kon worden genoemd om andere redenen dan alleen de rentabiliteit.

(65) Bij gebrek aan particuliere investeerders baseerde de regionale autoriteit haar investeringsbesluit op de bevindingen in de door de adviesbureaus verrichte studies. Het feit alleen dat dergelijke onderzoeken zijn gedaan, volstaat echter niet om aan het beginsel van een investeerder in een markteconomie te voldoen. Men zou van een particuliere investeerder verwachten dat hij, alvorens op een zo grote schaal te investeren als het geval was bij Ciudad de la Luz, het bedrijfsplan en de vooronderstellingen waarop dergelijke onderzoeken zijn gebaseerd grondig zou bestuderen. Een particuliere investeerder zou tot zijn eigen conclusies moeten komen over de vraag of de specifieke vooronderstellingen waarmee het bedrijfsplan wordt onderbouwd in dit individuele geval het meest geschikt zijn. Bovendien kan van een particuliere investeerder worden verwacht dat hij het verwachte rendement van het Ciudad de la Luz-project vergelijkt met het verwachte rendement van alternatieve projecten. Een dergelijke analyse was destijds niet uitgevoerd. Verder was het zelfs niet haalbaar een dergelijke vergelijking te maken aan de hand van de in de genoemde onderzoeken geraamde positieve kasstromen.

(66) In de context van een onderzoeksprocedure naar staatssteun moet de Commissie volgens de jurisprudentie haar eigen beoordeling van de feiten verrichten ([20]). Het is dus noodzakelijk te beoordelen in hoeverre de rapporten van de ten tijde van de transactie uitgevoerde onderzoeken geldig zijn.

(67) Gelet op de rapporten die de Spaanse autoriteiten hebben ingediend sinds het inleidingsbesluit werd genomen, lijkt

([18]) „Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz — Final report" (Ecorys — 19 juli 2011).

([19]) In het geval van Citynet Amsterdam, bijvoorbeeld, was de Commissie van mening dat aan het beginsel van de particuliere investeerder in een markteconomie was voldaan, omdat de publieke investeerder zijn investering in het project deed onder voorwaarden die vergelijkbaar waren met die van de particuliere investeerder. Beschikking C 53/2006 van 11 december 2007.

([20]) In de zaak Valmont oordeelde het Gerecht van eerste aanleg dat de Commissie bij het bepalen of de verkoop van grond staatssteun inhield niet simpelweg had moeten afgaan op het bestaan van een beoordeling door een onafhankelijke deskundige. Volgens het Gerecht had de Commissie ook de bewijswaarde daarvan moeten controleren, iets wat het Gerecht vervolgens zelf deed (Zaak T-274-01). In de zaken Hamsa (Zaak C-316/02) en Lenzing (Zaak C-525/04), erkende het Hof van Justitie weliswaar de beoordelingsmarge van de Commissie in economische kwesties, maar merkte het op dat zij ook „de materiële juistheid van de aangevoerde bewijselementen, alsook de betrouwbaarheid en samenhang daarvan" moet controleren.

er sprake te zijn van twee investeringsbesluiten met betrekking tot het project. Het eerste werd in 2000 genomen op basis van het bedrijfsplan van Arthur Andersen uit 2000 (over investeringen in de periode 2002-2006). In 2004 werd, mogelijk om te beoordelen of verdere investeringen in het project gepast zouden zijn, aan Consultia opdracht gegeven tot het opstellen van een rapport (over feitelijke investeringen in de periode 2002-2004 en verwachte investeringen in 2004-2014). Voor beide investeringsbesluiten moet worden nagegaan of deze aan het beginsel van een investeerder in een marktteconomie voldoen.

(68) De Commissie heeft beoordeeld of een hypothetische particuliere investeerder in de ontwikkeling van de onderneming Ciudad de la Luz zou hebben geïnvesteerd. Volgens het beginsel van een investeerder in een marktteconomie wordt de gedane investering als staatssteun beschouwd wanneer de verwachte tegenprestatie aan de staat lager is dan wat een particuliere investeerder in de omstandigheden van het betreffende project zou hebben gevraagd.

(69) Om een project te financieren moeten investeerders enig kapitaal investeren. Aan dit soort kapitaal zijn kosten verbonden, de zogenoemde kapitaalkosten. Doorgaans zijn er ruwweg twee kapitaalbronnen: aandelenkapitaal en (financieel) schuldkapitaal. De totale kapitaalkosten worden gevormd door de gewogen gemiddelde kapitaalkosten (WACC), waarbij rekening wordt gehouden met het gedeelte aandelenkapitaal en het gedeelte schuldkapitaal. De kosten van schuldkapitaal en van aandelenkapitaal zijn verwachte kosten en niet historische kosten. In het specifieke geval van Ciudad de la Luz werd er in het bedrijfsplan van uitgegaan dat het project volledig zou worden gefinancierd met aandelenkapitaal. De totale kapitaalkosten zijn dus gelijk aan het aandelenkapitaal.

(70) Een private equity-investeerder zou bereid zijn geweest in Ciudad de la Luz te investeren indien het verwachte interne rendement ([21]) hoger was dan of gelijk aan de alternatieve kosten van aandelenkapitaal ([22]) (d.w.z. het rendement dat hij in een vergelijkbaar project had kunnen behalen).

(71) De Commissie heeft het evaluatiemodel voor financiële activa (Capital Asset Pricing Model — CAPM) zodanig aangepast dat de kosten van aandelenkapitaal ermee kunnen worden bepaald. De kosten van aandelenkapitaal hangen samen met de alternatieve investeringskosten voor aandeelhouders van bedrijven of projecten met eenzelfde (of een vergelijkbaar) bedrijfs- en financieel risico als het onderhavige project. Volgens het CAPM moeten de kosten van aandelenkapitaal, K_e, aan de hand van de volgende formule worden berekend:

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

waarbij R_f de risicovrije rente is, $(R_m - R_f)$ de marktrisicopremie en β de „bèta', een maatstaf voor het systematische (niet-diversifieerbare) risico van het aandeel in Ciudad de la Luz, waarin zowel het bedrijfs- als het financieel risico zijn verdisconteerd.

(72) Voor de risicovrije rente, R_f, is het een gebruikelijke marktpraktijk ([23]) de rente op overheidsobligaties met een lange looptijd (doorgaans 10 jaar) in het land waar de activiteit wordt uitgevoerd, aan te houden (deze worden als de minst riskante investeringen beschouwd). In 2004 was het gemiddelde jaarlijkse rendement op tienjarige overheidsobligaties in Spanje 4,1 % ([24]). Voor de marktrisicopremie moet de historische marktrisicopremie over een redelijk lange termijn worden genomen. Het is een algemene marktpraktijk om het verschil te nemen tussen het historische rendement op een gediversifieerde aandelenindex in het land waar de activiteit wordt uitgevoerd, en de risicovrije rente. Volgens Fernández (2004) ([25]) lag de historische marktrisicopremie voor overheidsobligaties in Spanje (over de periode 1991-2003) tussen de 6,8 en 9,3 %. De Commissie hanteerde een conservatieve benadering bij het berekenen van de marktrisicopremie en ging uit van de ondergrens van dit interval, namelijk 6,8 %. Een daaropvolgend, meer recent werkdocument van dezelfde auteur ([26]) onderstreept de geldigheid van deze waarde, doordat daarin de vereiste aandelenpremie in de periode 2000-2004 voorgesteld wordt op 6 tot 7 %.

(73) Voor de berekening van de bèta maakte de Commissie gebruik van de openbare informatie over ondernemingen waarvan de Spaanse autoriteiten hebben vastgesteld dat zij directe concurrenten zijn van Ciudad de la Luz, namelijk Carrere Group ([27]) en Babelsberg. Deze cijfers werden genoemd door financieel analisten die een diepgaande analyse van de beide ondernemingen uitvoerden.

([21]) Het interne rendement (ook de interne opbrengstvoet genoemd) wordt gedefinieerd als de disconteringsrente waarbij de netto contante waarde van de investering gelijk is aan nul.

([22]) Brealey en Myers, 2000, Principles of Corporate Finance, Sixth Edition, hoofdstuk 5, blz. 100.

([23]) Zie bv. Brealey en Myers, 2000, Principles of Corporate Finance, zesde editie, hoofdstuk 8.

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

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

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

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

Het gemiddelde van de twee bèta's, aangepast aan het financiële risicoprofiel van Ciudad de la Luz, komt op een waarde van ongeveer 1,5. Dit is een conservatieve raming, aangezien de investering in Ciudad de la Luz waarschijnlijk gepaard gaat met een hoger idiosyncratisch risico dan bij de twee andere gevestigde filmstudio's. Ciudad de la Luz is een investering in een nieuw bedrijf („greenfield-investering") in een regio waarin noch Spaanse, noch internationale filmproducenten gevestigd zijn. Met andere woorden: de bèta van Ciudad de la Luz is waarschijnlijk hoger dan die van zijn concurrenten.

(74) Met behulp van de bovengenoemde formule (zie overweging 71) berekende de Commissie dat de verwachte kosten van aandelenkapitaal ongeveer op 14,9 % zouden liggen.

(75) Ter vergelijking, zoals in bijlage I wordt besproken: volgens Spanje zou uit de toepassing van het CAPM-model blijken dat een particuliere investeerder een risicopremie, niet een rendement, „zou eisen" van 3,75 % in 2000 en 2,07 % in 2004. Deze berekening is gebaseerd op een bèta van $\beta = 0{,}395$. Een bèta van 1 staat voor de portefeuille van alle aandelen, dus het „gemiddelde" aandeel. Een bèta die significant lager is dan 1 zou dus wijzen op een investering met een bijzonder laag risico. Spanje onderbouwde deze veronderstelling niet en staafde haar niet met harde en controleerbare gegevens.

(76) Zoals hierboven is gesteld (zie overweging 70), zou een investeerder alleen in een project investeren als het interne rendement hoger is dan de alternatieve kapitaalkosten. De Commissie merkt op dat in het bedrijfsplan uit 2000 alleen de beginfasen van het project gedetailleerd worden geëvalueerd. De analyse van de Commissie (zie bijlage II) kwam uit op een negatieve netto contante waarde, uitgaande van het bedrijfsplan van 2000 en afgaande op de kasstromen zoals deze in dit bedrijfsplan worden gepresenteerd. Op basis hiervan zou een particuliere investeerder niet in het project hebben geïnvesteerd.

(77) Bij het bepalen van het interne rendement volgt de Commissie opnieuw een conservatieve benadering door geen vraagtekens te plaatsen bij de vooronderstellingen van het bedrijfsplan, met name de voor het voorgestelde project verwachte kasstromen. Opgemerkt zij evenwel dat de in het bedrijfsplan van 2004 voorspelde kasstromen ongegrond optimistisch lijken, vooral als men de verliezen in aanmerking neemt die het bedrijf in de periode 2002-2004 heeft geboekt ([28]). Gezien de informatie waarover de Commissie beschikt, kan dan ook worden gesteld dat de verwachte kasstromen in het bedrijfsplan van 2004 een bovengrens vertegenwoordigden ([29]). De kasstromen bepalen het te verwachten rendement. De Commissie gaat ook af op het verwachte rendement van Ciudad de la Luz. Zij kalibreert evenwel de kosten die gepaard gaan met het aantrekken van kapitaal. Dit zou elke rationele particuliere investeerder hebben moeten doen.

(78) Uitgaande van het bedrijfsplan van 2004 dat is voorgesteld door Ciudad de la Luz, is het intern rendement van dit project 5,74 % (zie bijlage I). Een particuliere investeerder in Ciudad de la Luz die geconfronteerd zou worden met alternatieve kapitaalkosten van ten minste 14 % (zoals hierboven berekend, zie overweging 73, zou deze investering niet gedaan hebben, aangezien het intern rendement ervan lager is dan de alternatieve kapitaalkosten.

(79) De Commissie berekende bovendien de netto contante waarde (NCW) van de investering in Ciudad de la Luz om aan te geven hoeveel het project waard zou zijn voor de particuliere investeerder. Het doel van elk investeringsbesluit is onroerende activa te vinden die meer waard zijn dan ze kosten, met andere woorden: investeringen waarvan het verwachte rendement hoger is dan de alternatieve kapitaalkosten. Als dat niet het geval is, zoals bij Ciudad de la Luz, dan is de waarde van het project negatief en is de investering dus niet levensvatbaar voor een rationele particuliere investeerder. De NCW van een project drukt in cijfers uit hoeveel de investering waard is op het moment dat een besluit genomen wordt en wordt berekend door de kasstromen die in het bedrijfsplan worden voorspeld, te disconteren met behulp van de disconteringsfactor, ofwel de kapitaalkosten. Gevoelsmatig gesproken kan men zeggen dat naarmate de kapitaalkosten hoger zijn, de NCW lager is.

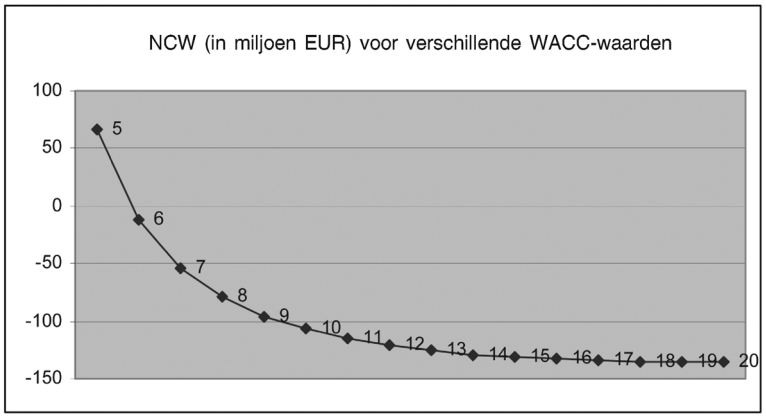
(80) Voor Ciudad de la Luz ligt de NCW ongeveer op min 130 miljoen EUR (zie bijlage), uitgaande van de alternatieve kapitaalkosten van 14 % en de kasstromen die

([28]) Bron: ORBIS bedrijfsinformatie.

([29]) Het onafhankelijke Ecorys-rapport gaat verder: daarin wordt ook gekeken naar de vooronderstellingen van het bedrijfsplan en worden verscheidene daarvan bekritiseerd. Zo wordt er bijvoorbeeld op gewezen dat „de keuze van de locatie strategisch gezien niet voor de hand lijkt te liggen, aangezien er geen synergieën met filmindustrie in de omgeving kon worden vastgesteld. En er zijn andere regio's in Spanje met vergelijkbare geografische locaties die dichter in de buurt van bestaande filmcentra gelegen zijn." (blz. 30). En: „In dit verband moet worden opgemerkt dat vooral in de eerste jaren dat de studio en de school in gebruik zullen zijn, er geen lokaal opgeleide en afgestudeerde medewerkers beschikbaar zullen zijn. Een voorzichtige particuliere investeerder zou dan ook waarschijnlijk de voorkeur hebben gegeven aan een andere locatie voor het opzetten van een dergelijke filmstudio." (blz. 31). Met betrekking tot de investering in 2004 staat in het rapport: „Het valt te betwijfelen of een particuliere investeerder ervoor zou kiezen een geheel nieuwe filmstudio te bouwen in een gebied waarin gedurende de eerste operationele jaren van de studio en de school geen toereikende personele middelen beschikbaar zouden zijn." (blz. 39).

in het bedrijfsplan van Consultia uit 2004 worden vermeld (waarop de Commissie is afgegaan, zoals in overweging 76 wordt uitgelegd). Deze investering is bijgevolg niet de moeite waard voor een particuliere investeerder.

(81) De Commissie heeft ook een controle van de betrouwbaarheid uitgevoerd waaruit naar voren komt dat het resultaat zeer solide is. Boven een redelijke drempel is het resultaat nauwelijks gevoelig voor de waarde van de alternatieve kapitaalkosten zoals geraamd door de Commissie. Met andere woorden: significante wijzigingen in de parameters die de Commissie kalibreert bij het berekenen van de kapitaalkosten hebben geen invloed op het resultaat. In de onderstaande grafiek zijn de geschatte waarden van de NCW uitgezet tegen verschillende waarden van de kapitaalkosten (WACC) variërend van 5 % tot 20 %. De grafiek laat zien dat de NCW negatief wordt bij een WACC van tussen de 5 % en 6 %. Als de kapitaalkosten hoger zijn dan 6 %, zou een particuliere investeerder het project dus niet ter hand nemen. Bovendien geldt voor WACC-waarden van meer dan 10 % dat ze vrijwel geen negatieve invloed op de NCW hebben. De Commissie heeft een WACC geraamd van ongeveer 14 %, wat dus in een bereik ligt waarbinnen met grote zekerheid kan worden geconcludeerd dat het project niet rendabel is.



(82) In hun reactie op de beoordeling van de Commissie betoogden de Spaanse autoriteiten, op basis van het rapport van een adviesbureau ([30]), dat de beoordeling van de Commissie tekortkomingen vertoonde. Ten eerste werd de CAPM-analyse als zodanig weliswaar als de juiste aanpak beschouwd, maar werden in het rapport van het adviesbureau vraagtekens geplaatst bij de parameters die de Commissie gebruikte. Met name hadden de aandelenpremie en de bèta's lager moeten zijn. Ten tweede had de Commissie bij het vaststellen van de relevante benchmark niet alleen het bedrijfsplan van Consultia IT moeten gebruiken, maar ook het bedrijfsplan van Arthur Andersen uit 2000. Ten derde gebruikte de Commissie niet de juiste financiële ratio's om het verwachte rendement van het Ciudad de la Luz-project te berekenen. Tot slot hield de Commissie geen rekening met verwachte inkomsten uit de ontwikkeling van hotels en kantoorruimte.

(83) Deze argumenten werden door de Commissie weerlegd. Wat de aandelenpremie betreft, wordt in bijlage II nader toegelicht waarom de waarden in het bereik dat Spanje voorstelt niet geldig kunnen zijn. De belangrijkste reden is dat de waarden die voor de premie worden voorgesteld geschatte waarden voor 2009 waren en niet de waarden die in 2000 en 2004 courant waren. Het behoeft geen betoog dat de parameters die gebruikt worden voor de CAPM-raming actueel moeten zijn op de datum dat het zakelijk besluit genomen wordt. In feite geeft de auteur die door de Spaanse autoriteiten wordt aangehaald voor de betreffende periode zelf ramingen die overeenkomen met de beoordeling van de Commissie. In bijlage II wordt ook uitgelegd waarom het verzoek van de Spaanse autoriteiten om lagere bèta's geen hout snijdt. De Commissie maakt gebruik van waarden die worden genoemd in openbare onderzoeken waarin bèta's werden berekend voor directe concurrenten van Ciudad de la Luz. Het voorstel van de Spaanse autoriteiten om historische bèta's te gebruiken wordt door financieel deskundigen afgewezen.

(84) Naar aanleiding van het verzoek van de Spaanse autoriteiten om het bedrijfsplan van 2000 in de overwegingen mee te nemen, wordt in bijlage II een dergelijke berekening gegeven. Zoals blijkt zou de WACC in dat geval zelfs hoger zijn dan in 2004 als gevolg van een hogere risicopremie en een hogere risicovrije rente. Deze berekening resulteert ook in een negatieve NCW. Tot slot waren de verklaringen van de Spaanse autoriteiten over mogelijke inkomsten uit hotels en kantoorruimte gebaseerd op nieuw bewijsmateriaal, namelijk zes grondtaxatieverslagen die naderhand zijn opgesteld. Dit bewijsmateriaal maakte geen deel uit van de informatie waarover een potentiële investeerder destijds beschikte. In het rapport-Andersen wordt weliswaar de mogelijkheid genoemd een hotelcomplex te ontwikkelen, maar het bevat geen informatie over het verwachte rendement en er was geen bedrijfsplan dat betrekking had op de ontwikkeling van het terrein. De voorgestelde, achteraf geschreven rapporten over ontwikkeling van het terrein worden niettemin uitvoerig behandeld in bijlage II. Zij vertonen ernstige tekortkomingen. Zo zijn de referentieprijzen die

([30]) Verwijzing naar het tweede LECG-rapport.

worden voorgesteld voor kantoorruimte in Ciudad de la Luz de prijzen die gehanteerd worden voor het meest prestigieuze bedrijvenpark in Alicante. Aangezien het Ciudad de la Luz-complex buiten Alicante ligt en aan een industrieterrein grenst, zijn deze referentieprijzen uitermate rooskleurig. Iets dergelijks geldt ook voor de referentieprijzen voor hotels, die gebaseerd zijn op vier- of vijfsterrenhotels. Er wordt nergens aannemelijk gemaakt dat er voldoende vraag zou zijn naar dergelijke hotels buiten Alicante (en gelegen in de buurt van een snelweg en een industrieterrein).

(85) Naast haar eigen, interne beoordeling gaf de Commissie ook opdracht tot een onafhankelijke studie waarin onderzocht moest worden of een particuliere investeerder onder dezelfde voorwaarden een dergelijke investering in Ciudad de la Luz zou hebben gedaan. ([31]) Het rapport van Ecorys behandelt verschillende scenario's waarin de kosten van aandelenkapitaal voor de investering in 2000 worden geraamd op 12,5 % tot 21,4 % en voor de latere investering in 2004 op 10,9 % tot 15,9 %. De uitkomst van het onderzoek van de Commissie ligt dus binnen het door Ecorys berekende bereik. Het intern rendement volgens berekeningen aan de hand van het bedrijfsplan ligt daarentegen ver onder de minimale kosten van aandelenkapitaal zoals deze geraamd worden door Ecorys.

(86) Alles bij elkaar genomen, concludeert Ecorys dan ook dat het niet waarschijnlijk lijkt dat de in 2000 en 2004 gedane investeringen overeenkomen met het gedrag van een zorgvuldige particuliere investeerder in een marteconomie. Met betrekking tot het investeringsplan uit 2000 komt Ecorys tot de bevinding dat in de gereconstrueerde uitgangssituatie sprake is van een negatieve NCW van 9,3 miljard ESP. Voor een voorzichtige marktinvesteerder zou het veel interessanter zijn geweest om in aandelen te investeren. Over de investering van 2004 zegt Ecorys dat „een zorgvuldige marktinvesteerder naar alle waarschijnlijkheid niet zou hebben besloten het volledige CDL-project af te maken, maar wellicht ervoor zou hebben gekozen de zes opnamestudio's waarin hij al geïnvesteerd had, te exploiteren of het project stop te zetten en zijn verlies te nemen" ([32]). Tot slot zou een particuliere kredietverlener volgens Ecorys geen participatielening of ander krediet voor het project hebben verleend, aangezien de kasstroom van het project ontoereikend was voor schuldaflossingen.

(87) Geconcludeerd wordt daarom dat noch de investeringen die tussen 2000 en 2004 in Ciudad de la Luz zijn gedaan, noch de sindsdien gedane investeringen verenigbaar zijn met het beginsel van een investeerder in een marteconomie en dat zij dus een voordeel inhouden voor de onderneming Ciudad de la Luz SAU. Aangezien niet wordt voldaan aan de criteria van de MEIP-toets, zou een marktinvesteerder in 2000 niet geïnvesteerd hebben en zou hij op basis van het bedrijfsplan van 2004 niet in het project zijn blijven investeren.

(88) De Commissie is bijgevolg van mening dat het economische voordeel de hele waarde van de investering is. De leningen die door SPTCV aan Ciudad de la Luz werden verstrekt, waren achtergestelde leningen, wat betekent dat zij op de balans werden beschouwd als min of meer vergelijkbaar met aandelen. Zoals de Commissie al heeft opgemerkt in haar besluit tot inleiding van de procedure, werd de rente over de leningen berekend aan de hand van een vast en een variabel deel. Het percentage van het vaste deel was erg laag en zou voor een kredietverstrekker in een marteconomie niet aanvaardbaar zijn. Het ongebruikelijk lage vaste deel van de lening zou in principe gecompenseerd kunnen worden door het vooruitzicht op een adequate rente over de participatielening dankzij het aan de rentabiliteit van het project gekoppelde variabele deel, maar voor het onderhavige project kon dit niet het geval zijn (zie de redenering over het beginsel van een investeerder in een marteconomie eerder in dit document). Bovendien waren geen financiële kosten opgenomen in de winstverwachting en verklaring die de Spaanse autoriteiten bij de Commissie hadden ingediend voor de periode 2002-2014. Tot slot zouden de leningen in theorie moeten worden terugbetaald in april 2015, dat wil zeggen na de beëindiging van het project (en mogelijk de verkoop ervan) die gepland is voor 2014, wat een kredietverlener in een marteconomie niet geaccepteerd zou hebben. In hun antwoord van 20 april 2009 op het inleidingsbesluit lichtten de Spaanse autoriteiten toe dat deze leningen vanuit economisch oogpunt moesten worden beschouwd als kapitaalinjectie, omdat de kredietverlener en de aandeelhouder hetzelfde zijn (d.w.z. SPTCV). Sterker nog, aangezien geen van de in 2005, 2007, 2008 en 2009 verstrekte leningen zijn terugbetaald (zelfs niet gedeeltelijk) en de begunstigde geen rente over deze leningen heeft betaald, moeten ze de facto worden beschouwd als kapitaalinvestering. Volgens de informatie die de Spaanse autoriteiten in april 2012 hebben verstrekt, ging het tegen het einde van 2010 om een bedrag van in totaal 265 089 599 EUR ([33]).

Selectiviteit

(89) De steun is ook selectief, aangezien alleen de ondernemingen die actief zijn in de sector, en in feite slechts enkele daarvan, profiteren van de voordelen die uit de steun voortvloeien.

Staatsmiddelen

(90) De Commissie merkt op dat de Generalitat Valenciana de investering heeft gefinancierd via haar investeringsonderdeel SPTCV, waarvan zij volledig eigenaar is, en dat de

([31]) „Study on applying the market economy investor principle to the public investment in Ciudad de la Luz" (Ecorys — 19 juli 2011).
([32]) Blz. 30 en 39 van het rapport van Ecorys.
([33]) Zie overwegingen 29 en 53. Omdat de leningen worden beschouwd als kapitaalinvestering, wordt geen rekening gehouden met rentekosten.

onderzoeken die geleid hebben tot de overheidsinvestering in Ciudad de la Luz werden uitgevoerd voor de Generalitat Valenciana. Deze toewijzingen kunnen derhalve worden beschouwd als staatsmiddelen.

Verstoring van de mededinging

(91) Wanneer de positie van een onderneming door staatssteun wordt versterkt ten opzichte van andere concurrerende ondernemingen, moet worden aangenomen dat deze andere ondernemingen door de steun ongunstig worden beïnvloed. De steun versterkt de positie van Ciudad de la Luz ten opzichte van andere concurrerende ondernemingen door het voor Ciudad de la Luz mogelijk te maken de filmstudiomarkt te betreden. De mededinging tussen ondernemingen die profiteren van de maatregel en ondernemingen die dat niet doen, wordt verstoord. Zelfs als wordt aangenomen dat filmproducties in andere lidstaten waar filmstudio's gevestigd zijn, subsidies ontvangen, dan nog is dit geen relevant argument om aan te tonen dat er geen sprake zou zijn van concurrentieverstoring. Dat andere lidstaten eveneens marktverstorende maatregelen goedkeuren, betekent nog niet dat dit volstaat om een maatregel niet als staatssteun aan te merken. Bij de beoordeling van de omstandigheden van de concurrentieverstoring wordt niet op die manier het een tegen het ander afgewogen.

Effect op het handelsverkeer

(92) Tot slot is de Commissie van mening dat de maatregel in kwestie het handelsverkeer tussen lidstaten negatief beïnvloedt. Filmstudio's bieden hun faciliteiten aan op internationale basis. Filmproducenten onderhandelen regelmatig met een aantal filmstudio's in verschillende lidstaten over prijzen en voorwaarden. De Commissie heeft steunregelingen in Spanje en andere lidstaten goedgekeurd die de productie van audiovisuele werken ondersteunen en dus indirect het gebruik aanmoedigen van nationale technische faciliteiten, waaronder filmstudio's. Volgens het vierde criterium dat wordt genoemd in de mededeling van de Commissie inzake de filmsector uit 2001, is extra steun voor specifieke filmmakende activiteiten, met inbegrip van het gebruik van filmstudio's, echter niet toegestaan.

Conclusie

(93) Gezien het bovenstaande is de Commissie van mening dat het project een selectief economisch voordeel biedt aan Ciudad de la Luz. Het project wordt met overheidsmiddelen gefinancierd, verstoort de mededinging en heeft een effect op het handelsverkeer tussen de lidstaten. Daarom beschouwt de Commissie de aangemelde maatregel als staatsteun in de zin van artikel 107, lid 1, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie.

Verenigbaarheid

(94) De Commissie moet zich er allereerst van vergewissen dat de steun niet in strijd is met de bepalingen van het VWEU op andere gebieden dan staatssteun. In het onderhavige geval laat de beoordeling van de Commissie eventuele verdere bevindingen met betrekking tot de verenigbaarheid met EU-wetgeving inzake overheidsaanbestedingen onverlet. De steun bevat geen andere elementen die een probleem zouden kunnen vormen wat betreft het beginsel van rechtmatigheid van de steun in het algemeen.

(95) Zoals opgemerkt in het besluit tot inleiding van de procedure hebben de Spaanse autoriteiten, bij wijze van subsidiair argument voor het geval dat de Commissie de maatregelen als staatssteun zou aanmerken, verklaard dat deze maatregelen verenigbaar zouden zijn met artikel 107, lid 3, als regionale steun en als steun die tot doel had cultuur te bevorderen.

Regionale steun

(96) Regionale steun voor de bouw van Ciudad de la Luz kan worden gerechtvaardigd op grond van het feit dat de investering wordt gedaan in een steungebied. De Spaanse autoriteiten hebben aangevoerd dat de richtsnoeren voor regionale steun die ten tijde van het oorspronkelijke investeringsbesluit in 2000-2006 van toepassing waren een steunintensiteit van 36 % zouden toestaan.

(97) Aangezien het hier om niet-aangemelde steun gaat, zijn de Richtsnoeren inzake regionale steunmaatregelen voor de periode 2000-2006 ([34]) van toepassing. Punt 4.2 van de richtsnoeren bepaalt het volgende: „Om ervoor te zorgen dat de gesteunde productieve investeringen levensvatbaar en gezond zijn, dient het aandeel van de begunstigde in de financiering ervan ten minste 25 % te bedragen.". In voetnoot 20 van de richtsnoeren wordt verduidelijkt dat met deze minimale inbreng van 25 % geen enkele vorm van steun gemoeid mag zijn. Er was weliswaar een particuliere investeerder voor 25 % van het oorspronkelijke aandelenkapitaal van 600 000 EUR, maar deze particuliere investeerder was het bedrijf dat het project tegen een vergoeding beheerde en deed geen enkele verdere investering in het project om een bijdrage te leveren die evenredig was aan het leeuwendeel van de overheidsinvestering in het project. Deze eerste investering kan dan ook niet los van de overheidsinvestering worden gezien, omdat het geen opzichzelfstaande investering is. Bovendien werd de particuliere investeerder in juli 2004 uitgekocht door SPTCV, waardoor zijn aandeel in het project daalde tot 0,2 %.

(98) De Spaanse autoriteiten hebben betoogd dat de investering van 25 % van SPTCV zelf kon worden beschouwd als het aandeel van de begunstigde. De Commissie is van mening dat een dergelijke benadering — waarbij 25 % van de investering gedekt wordt door een orgaan dat in overheidshanden is en zich niet gedraagt als een particuliere investeerder (zie hierboven, hoofdstuk V, paragraaf „Economisch voordeel') terwijl de resterende 75 % van de investering ook uit staatsmiddelen wordt bekostigd — er niet voor kan zorgen dat de gesteunde productieve investering levensvatbaar en gezond is.

([34]) PB C 74 van 10.3.1998, blz. 9.

(99) Aangezien de investering in Ciudad de la Luz volledig gefinancierd is met overheidsmiddelen van SPTCV, wordt aan deze voorwaarde niet voldaan.

Sectorale steun aan de audiovisuele sector

(100) In bepaalde situaties heeft de Commissie steun aan de audiovisuele sector op grond van artikel 107, lid 3, onder c) goedgekeurd, rekening houdend met de culturele doelstellingen in artikel 167, VWEU. De culturele uitzondering kan worden toegepast in combinatie met andere rechtsgronden voor verenigbaarheid, zoals steun aan bepaalde vormen van economische bedrijvigheid op grond van artikel 107, lid 3, onder c), VWEU ([35]). Hoewel dit niet is voorgesteld door de Spaanse autoriteiten, wordt deze rechtsgrond in het licht van de opmerkingen van andere partijen in aanmerking genomen in hetgeen volgt.

(101) Een beoordeling in het kader van artikel 107, lid 3, onder c), VWEU wordt uitgevoerd middels een toets in drie stappen waarin de voordelen en negatieve effecten van de betreffende maatregel tegen elkaar worden afgewogen.

(102) Met deze afwegingstoets beoordeelt de Commissie de volgende aspecten:

a) is de steunmaatregel gericht op een welomschreven doelstelling van gemeenschappelijk belang, d.w.z. wordt met de voorgestelde steun een falende marktwerking aangepakt of een andere doelstelling gerealiseerd?

b) is de steunmaatregel goed genoeg ontworpen om de doelstelling van gemeenschappelijk belang te kunnen verwezenlijken? Meer in het bijzonder:

i) is de steunmaatregel een adequaat instrument of zijn er andere, meer geschikte instrumenten?

ii) creëert de steun de vereiste prikkels, d.w.z. worden de gedragingen van bedrijven door de steun gewijzigd?

iii) is de steunmaatregel evenredig, d.w.z. zou dezelfde gedragswijziging ook met minder steun gerealiseerd kunnen worden?

c) zijn de verstoringen van de mededinging en de gevolgen voor het handelsverkeer beperkt, zodat de balans al met al positief is?

Doelstelling van de maatregel

(103) Er is sprake van een „falende marktwerking" als de marktresultaten niet leiden tot het hoogste totale maatschappelijk welzijn. Inefficiënte marktresultaten kunnen ontstaan in het geval van zogeheten publieke of bemoeienisgoederen ([36]). Deze goederen genereren positieve externe effecten wanneer het maatschappelijke voordeel groter is dan het particuliere voordeel. Als gevolg daarvan is de geleverde kwantiteit minder dan optimaal — wat weer een rechtvaardiging zou kunnen zijn voor overheidsbemoeienis (en mogelijk overheidssubsidies).

(104) Er is in de EU een zeer concurrerende, commerciële markt met een aantal grote filmstudio's. Daar komt bij dat Europese filmstudio's wat grote filmproducties betreft, te maken hebben met aanzienlijke concurrentie van studio's die buiten de EU gevestigd zijn. Het voorlopige bewijs duidt dus niet op een falende marktwerking op grond van onvoldoende aanbod en hoge instapkosten. In hun reactie op het inleidingsbesluit stellen Spaanse filmmakers dat er op de Spaanse markt vóór de bouw van Ciudad de la Luz geen diensten van gelijkwaardige hoge kwaliteit werden aangeboden. Valenciaanse filmmakers wezen er in het bijzonder op dat de toegang tot een lokale filmstudio hen in staat zou stellen hun productiekosten te verlagen (lagere transportkosten, nabijheid van andere diensten die noodzakelijk zijn voor filmproductie, enz.).

(105) Het feit dat binnenlandse filmproducenten zouden profiteren van Ciudad de la Luz is echter niet voldoende om te kunnen spreken van een „falende marktwerking" in de bovengenoemde betekenis. Ten eerste zou de overweging dat Ciudad de la Luz een falende marktwerking met betrekking tot lokale filmproductie in Spanje aanpakt, niet stroken met de doelstelling zoals de Spaanse autoriteiten die hebben geformuleerd. Het rapport van Consultia uit 2004 neemt alleen lokale studio's in aanmerking als „indirecte" concurrenten, aangezien Ciudad de la Luz zich anders dan deze studio's zou richten op grote filmproducties.

([35]) Zie in het bijzonder NN 84/04 van 22 maart 2006 — Frankrijk — Steunmaatregelen voor de film- en audiovisuele sector. In deze zaak gaf de Commissie achteraf, op grond van artikel 107, lid 3, onder c) en/of d), VWEU, toestemming voor steunmaatregelen ter ondersteuning van met name filmdistributie, het bouwen, renoveren of moderniseren van bioscopen, videomuziek of videodistributie, O&O en ontwikkeling van postproductietechnologieën. Zie ook N 192/08 van 11 april 2008 — „Spain — Promotion of dubbing and subtitling of movies in Basque'.

([36]) Publieke goederen zijn goederen waarbij het niet mogelijk is een goed of dienst te leveren aan één persoon zonder anderen uit te sluiten of waarbij geen sprake is van rivaliteit in het gebruik (bv. straatverlichting, wegen). Goederen van algemeen belang of bemoeienisgoederen zijn die goederen en diensten waarvan de overheid meent dat mensen er te weinig gebruik van zullen maken en die daarom gesubsidieerd of gratis aangeboden horen te worden (bv. onderwijs, openbare bibliotheken).

(106) Ten tweede zou men, om een falende marktwerking aan te tonen met betrekking tot Spaanse filmproducenten, moeten beoordelen of het maatschappelijke voordeel van een studio zoals Ciudad de la Luz hoger is dan de kosten ervan. Hiervoor zou het onder meer nodig zijn te onderzoeken of bestaande faciliteiten niet toereikend zijn, d.w.z. of Spaanse filmmakers geen gebruik konden maken van de bestaande filmstudio's in Spanje (zoals Video Planning, Cartuja Producciones en Loasur Audiovisual in Andalusië, Media Park in Catalonië, Platós Valencia in Valencia, en Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Estudios Los Ángeles en Flash Estudio in Madrid) of in andere lidstaten. Hoewel Spaanse filmmakers op een aantal (niet gekwantificeerde) kostenvoordelen van Ciudad de la Luz wezen, betoogden ze niet dat dergelijke lokale studio's van essentieel belang zouden zijn voor de binnenlandse filmproductie.

Goed ontworpen steun

(107) Daar komt bij dat de steun, aangezien er geen sprake is van een duidelijk omschreven falende marktwerking die door de maatregel zou worden aangepakt, niet kan worden beschouwd als adequaat en evenredig voor het aanpakken van die falende marktwerking. Als de filmstudio tot doel had gehad de lokale filmproductie te ondersteunen, dan was het onder andere noodzakelijk geweest de uitgevoerde investering te vergelijken met andere maatregelen waarmee vanuit het perspectief van filmproducenten vergelijkbare efficiëntievoordelen verwezenlijkt hadden kunnen worden. Een dergelijke vergelijking is niet door de Spaanse autoriteiten overgelegd.

Verstoring van de mededinging en het handelsverkeer

(108) De afwegingstoets vereist voorts een beoordeling van de negatieve effecten in termen van *verstoring van de mededinging en het handelsverkeer*. Gelet op het feit dat de productie de oorspronkelijke verwachtingen bij lange na niet waarmaakt en vooral lokale filmproducties aantrekt, kan gesteld worden dat het verstorende effect van de Ciudad de la Luz-studio's tot op heden beperkt is. Het aantal filmproducties dat in Ciudad de la Luz wordt gemaakt, is echter geen goede graadmeter wat betreft de mogelijke verstorende effecten van de onderneming. Door de intrede van Ciudad de la Luz in de Europese filmstudiomarkt is de algehele studiocapaciteit toegenomen. Het is eenvoudige economische logica dat een dergelijke verhoging aan de aanbodzijde leidt tot een algehele prijsdaling, ongeacht de omvang van de productie die Ciudad de la Luz weet aan te trekken. Omdat deze prijsdaling van invloed zou zijn op de totale marktprijs, zou ze niet kunnen worden waargenomen door de prijsstelling van Ciudad de la Luz te vergelijken met die van zijn concurrenten. Bovendien kan de bouw van Ciudad de la Luz andere lidstaten aanmoedigen vergelijkbare investeringen te doen. Tot slot kan de marktpositie van Ciudad de la Luz, gezien zijn moderne faciliteiten, in de toekomst veranderen.

(109) Op grond van het bovenstaande kan de maatregel niet als verenigbaar met artikel 107, lid 3, onder c), worden beschouwd, aangezien hij geen falende marktwerking in de sector aanpakt en het risico in zich draagt de mededinging en het handelsverkeer te verstoren.

Culturele steun — investering in de bouw van een filmstudio

(110) De Spaanse autoriteiten hebben geen argumenten aangevoerd tegen het standpunt dat de Commissie in haar inleidingsbesluit inneemt, namelijk dat zij „van mening is dat geen element erop wijst dat [de culturele] uitzondering kan worden toegepast op staatsteun ten behoeve van de bouw- en exploitatiekosten van een nieuw, groot filmstudiocomplex". In haar inleidingsbesluit liet de Commissie de mogelijkheid de studio's als „culturele infrastructuur' te behandelen, buiten beschouwing, aangezien de studio's in hoge mate gespecialiseerd zijn en het gebruik ervan beperkt is tot de audiovisuele sector (voor het maken van films, tv-producties en reclamefilms).

(111) Om de culturele uitzondering te kunnen toepassen waartoe artikel 107, lid 3, onder d), VWEU de mogelijkheid biedt voor financiering die niet onder de mededeling van de Commissie inzake de filmsector valt, had de steun niet alleen niet-noodzakelijk, evenredig en adequaat moeten zijn (net als in de bovenstaande beoordeling in het kader van artikel 107, lid 3, onder c)) maar ook een culturele doelstelling moeten hebben. Aangezien blijkt dat niet aan deze criteria wordt voldaan in de context van artikel 107, lid 3, onder c), wordt ook niet aan deze criteria voldaan in de context van artikel 107, lid 3, onder d).

Culturele steun — stimuleringsmaatregelen voor filmproducenten

(112) In december 2008 gaf de Commissie haar goedkeuring aan de maatregelen van de regio Valencia ter stimulering van de filmproductie op grond van de mededeling inzake de filmsector ([37]). Vóór deze datum kunnen stimuleringsmaatregelen van de regionale regering van Valencia in verband met filmopnamen in Ciudad de la Luz niet als verenigbaar worden beschouwd in gevallen waarin het filmen in Ciudad de la Luz een voorwaarde voor de steun was (dit is in strijd met het vierde criterium uit de mededeling inzake de filmsector, namelijk dat extra steun voor specifieke filmmakende activiteiten niet is toegestaan).

([37]) In de mededeling van de Commissie inzake de filmsector uit 2001 worden de criteria beschreven voor de toepassing van de culturele uitzondering van artikel 107, lid 3, onder d) op steunregelingen voor de productie van audiovisuele werken.

(113) Tot slot is het in het kader van het onderhavige besluit niet nodig nader te onderzoeken of er steun is verleend aan filmproducenten.

VI. **CONCLUSIE**

(114) De Commissie is van mening dat Spanje staatssteun aan Ciudad de la Luz SA heeft verleend in strijd met artikel 108, lid 3 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie. De door de regio Valencia gedane investering in Ciudad de la Luz zou niet onder dezelfde voorwaarden zijn gedaan door een particuliere investeerder. Daarom beschouwt de Commissie de volledige overheidsinvestering in het project als onwettige steun.

(115) Bijgevolg is het steunbedrag tot december 2010 de in totaal 265 089 599 EUR aan rechtstreekse overheidsinvesteringen in Ciudad de la Luz SA en eventuele subsidies die zijn verleend aan filmproducenten onder de voorwaarde dat zij zouden filmen in Ciudad de la Luz.

(116) Krachtens het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie en de jurisprudentie van het Hof van Justitie mag de Commissie beschikken dat het betreffende land steun moet afschaffen of wijzigen ([38]) wanneer deze onverenigbaar is bevonden met de interne markt. Volgens de rechtspraak van het Hof is de verplichting van een staat tot afschaffing of wijziging van steun die door de Commissie onverenigbaar wordt geacht met de interne markt bedoeld om de vroegere toestand te herstellen ([39]). In dit verband heeft het Hof vastgesteld dat die doelstelling verwezenlijkt is zodra de ontvanger de bedragen heeft terugbetaald die als onwettige staatssteun zijn verleend, waardoor het voordeel teniet wordt gedaan dat zij genoot ten opzichte van haar concurrenten op de markt, en de situatie van vóór de betaling van steun wordt hersteld ([40]).

(117) In navolging van die jurisprudentie bepaalt artikel 14 van Verordening (EG) nr. 659/1999 ([41]): „Indien negatieve beschikkingen worden gegeven in gevallen van onrechtmatige steun beschikt de Commissie dat de betrokken lidstaat alle nodige maatregelen dient te nemen om de steun van de begunstigde terug te vorderen.",

HEEFT HET VOLGENDE BESLUIT VASTGESTELD:

Artikel 1

Het oorspronkelijke aandelenkapitaal en de daaropvolgende verhogingen van het aandelenkapitaal tot een bedrag van 94 459 719 EUR, de aan Ciudad de la Luz toegewezen grond ter waarde van 9 800 040 EUR, de participatieleningen ter waarde van 115 miljoen EUR, de in aandelen omzetbare leningen die sinds 2008 zijn verstrekt voor in totaal 45 829 840 EUR en die Spanje vóór 31 december 2010 onwettig heeft verstrekt aan Ciudad de la Luz SA, en alle eventuele subsidies die zijn verleend aan filmproducenten onder de voorwaarde dat zij zouden filmen in Ciudad de la Luz, in strijd met artikel 108, lid 3, van het Verdrag, houden staatsteun in die onverenigbaar is met de interne markt.

Artikel 2

1. Spanje vordert de in artikel 1 bedoelde onverenigbare steun van de begunstigde terug.

2. De terug te vorderen bedragen worden vermeerderd met rente vanaf de datum waarop ze ter beschikking van de begunstigde werden gesteld tot hun feitelijke terugbetaling.

3. De rente wordt op samengestelde grondslag berekend overeenkomstig hoofdstuk V van Verordening (EG) nr. 794/2004 van de Raad ([42]).

4. Spanje schorst alle uitstaande betalingen van de in artikel 1 bedoelde steun vanaf de datum dat dit besluit is vastgesteld.

Artikel 3

1. De terugvordering van de in artikel 1 bedoelde steun bedoelde steun geschiedt onverwijld en daadwerkelijk.

2. Spanje zorgt ervoor dat het onderhavige besluit binnen vier maanden vanaf de datum van kennisgeving ervan ten uitvoer wordt gelegd.

Artikel 4

1. Binnen twee maanden na kennisgeving van dit besluit overlegt Spanje de navolgende informatie aan de Commissie:

a) het totale bedrag (hoofdsom en rente) dat van de begunstigde wordt teruggevorderd;

b) een nadere beschrijving van de reeds genomen en de voorgenomen maatregelen om aan dit besluit te voldoen;

c) documenten waaruit blijkt dat de begunstigde werd gelast de steun terug te betalen.

2. Spanje informeert de Commissie over de voortgang in de genomen nationale maatregelen voor de tenuitvoerlegging van dit besluit totdat de terugvordering van de in artikel 1 bedoelde steun is voltooid. Indien de Commissie hierom verzoekt, deelt Spanje onverwijld mee welke maatregelen het reeds heeft genomen of heeft voorgenomen om aan dit besluit te voldoen. Het verstrekt tevens nadere inlichtingen over de reeds door de begunstigde terugbetaalde steunbedragen en rente.

([38]) Zaak C-70/72 Commissie / Duitsland, punt 13.
([39]) Gevoegde zaken C-278/92, C-279/92 en C-280/92, Spanje / Commissie, punt 75.
([40]) Zaak C-75/97 België / Commissie, punten 64-65.
([41]) PB L 83 van 27.3.1999, blz. 1.
([42]) PB L 125 van 28.4.2004, blz. 4.

Artikel 5

Het onderhavige besluit is gericht tot het Koninkrijk Spanje.

Gedaan te Brussel, 8 mei 2012.

Voor de Commissie
Joaquín ALMUNIA
Vicevoorzitter

BIJLAGE A

Informatie over ontvangen, terug te vorderen en reeds teruggevorderde steunbedragen

Identiteit van de begunstigde	Totaalbedrag van de in het kader van de regeling ontvangen steun (*)	Totaalbedrag van de terug te vorderen steun (*) (Hoofdsom)	Reeds terugbetaalde bedrag (*)	
			Hoofdsom	Rente

(*) in miljoen nationale valuta

BIJLAGE I

Ciudad de la Luz (CDL) — Aanpak voor een juiste berekening van de kapitaalkosten bij besluiten inzake kapitaalinvesteringen juli 2009

Doelstelling

Het doel van dit rapport is om vast te stellen of de investering in het project tot oprichting van de vennootschap Ciudad De la Luz (CDL) als staatssteun kan worden aangemerkt. Volgens het beginsel van een investeerder in een markteconomie wordt de gedane investering als staatssteun beschouwd als de verwachte tegenprestatie aan de staat lager is dan wat een particuliere investeerder in de omstandigheden van het betreffende project zou hebben gevraagd.

Een private-equity-investeerder [1] zou bereid zijn geweest in het CDL-project te investeren als het verwachte interne rendement [2] hoger was dan of gelijk aan de alternatieve kosten van aandelenkapitaal [3] (d.w.z. het rendement dat hij in een vergelijkbaar project had kunnen behalen).

In de navolgende analyse wordt het evaluatiemodel voor financiële activa (CAPM — Capital Asset Pricing Model) gekalibreerd om de kosten van aandelenkapitaal te berekenen. Dit is de relevante maatstaf om te bepalen of een particuliere investeerder in het CDL-project zou zijn gestapt.

Het resulterende parameterinterval wordt vervolgens vergeleken met de ex-post-prestaties van een representatieve steekproef van concurrenten van CDL. Dit is de benadering die LECG in zijn rapport heeft gevolgd, namelijk om aan de hand van ex-post-prestaties een benchmark te bepalen voor de alternatieve kapitaalkosten voor dergelijke projecten. Zoals hieronder zal worden aangetoond, is de door LECG gekozen maatstaf op basis van ex-post-prestaties niet de juiste voor het bepalen van een benchmark. En wat belangrijker is: elke meetmethode op basis van ex-post-prestaties is een ontoereikende maatstaf voor het vooraf geëiste rendement.

Wij zijn van mening dat de alternatieve kapitaalkosten voor dit project rond de 14,91 % moeten liggen. Een particuliere investeerder zou dus een intern rendement eisen van meer dan 14,91 %. Volgens het door CDL in 2004 voorgestelde bedrijfsplan (de meest recente financiële informatie waarop dit project is gebaseerd) bedroeg het interne rendement voor de investering in CDL 5,74 % [4].

Een particuliere investeerder zou dan ook niet in het CDL-project geïnvesteerd hebben, omdat het interne rendement lager is dan de alternatieve kapitaalkosten.

De kosten van aandelenkapitaal [5]

De kosten van aandelenkapitaal vormen het minimaal geëiste rendement dat CDL zijn aandeelhouders moet bieden om hen te compenseren voor:

— de tijdswaarde van geld,

— het risico verbonden aan investeren in CDL.

Hierbij dient te worden benadrukt dat het om een verwacht toekomstig rendement gaat en niet om een historisch rendement. De kosten van aandelenkapitaal hangen samen met de alternatieve investeringskosten voor aandeelhouders van bedrijven of projecten met eenzelfde (of een vergelijkbaar) bedrijfs- en financieel risico als het onderhavige project.

In de navolgende analyse hanteren wij een breed aanvaarde methode voor het schatten van de kosten van aandelenkapitaal, namelijk het evaluatiemodel voor financiële activa (CAPM — Capital Asset Pricing Model):

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

Waarbij:

— K_e is de kosten van aandelenkapitaal in %,

— R_f is de risicovrije rente in %,

— $(R_m - R_f)$ is de marktrisicopremie in %,

— β is de „bèta", een maat voor het systematische (niet-diversifieerbare) risico van het CDL-aandeel waarin zowel het bedrijfs- als het financieel risico is verdisconteerd.

(1) Als er geen sprake is van een schuld.
(2) Het interne rendement (ook de interne opbrengstvoet genoemd) wordt gedefinieerd als de disconteringsrente waarbij de netto contante waarde van de investering gelijk is aan nul.
(3) Brealey en Myers, 2000, Principles of Corporate Finance, Sixth Edition, hoofdstuk 5, blz. 100.
(4) Uit het gebruik van deze benchmark mag niet worden opgemaakt dat dit cijfer als kloppend wordt beschouwd. Kasstroomprognoses zijn moeilijk precies te bepalen; waarschijnlijk is 5,74 % dan ook hoogstens een maximale waarde.
(5) In de bijlage wordt de algemene definitie gegeven van de gewogen gemiddelde kapitaalkostenvoet (WACC — weighted average cost of capital) die zowel aandelen als schuld omvat.

Voor de risicovrije rente is het een gebruikelijke marktpraktijk om de rente op overheidsobligaties met een lange looptijd (doorgaans 10 jaar) in het land waar de activiteit wordt uitgevoerd, aan te houden.

Voor de marktrisicopremie moet de historische marktrisicopremie over een redelijk lange termijn worden genomen. Het is een algemene marktpraktijk om het verschil te nemen tussen het historische rendement op een gediversifieerde aandelenindex in het land waar de activiteit wordt uitgevoerd, en de risicovrije rente.

Toepassing op Ciudad De La Luz

In 2004 was het gemiddelde jaarlijkse rendement op tienjarige overheidsobligaties in Spanje 4,1 % [1].

R_f = 4,1 %

Volgens Fernández (2004) [2] ligt de historische marktrisicopremie over overheidsobligaties in Spanje (over de periode 1991-2003, wat ongeveer overeenkomt met de periode voorafgaand aan de onderhavige investering) tussen de 6,8 en 9,3 % (het verschil is gelegen in de wijze van berekening van het gemiddelde, rekenkundig dan wel meetkundig). Voor onze schatting van de marktrisicopremie nemen we de ondergrens van dit interval.

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

De waarde van bèta baseren we ten slotte op openbaar beschikbare gegevens over bedrijven die door de Spaanse autoriteiten als directe concurrenten van CDL zijn aangewezen.

In 2001 heeft KBC Securities een rapport opgesteld dat de benodigde gegevens bevat voor de berekening van de netto contante waarde van een tienjarige investering in de **Carrere Group**. Er zij op gewezen dat zowel de datum als de looptijd van de investering ongeveer overeenkomt met het onderhavige geval. In het KBC-rapport werd een disconteringspercentage van 12 % gebruikt, terwijl de waarde van bèta op 1,8 werd gesteld. Aangezien het financiële risicoprofiel van **Carrere** verschilt van dat van CDL (de kapitaalstructuur van Carrere omvat ook schuld), moeten we deze bèta aanpassen en de unlevered bèta (zonder vreemd vermogen) berekenen om het bedrijfsrisicoprofiel te isoleren. De unlevered bèta wordt berekend aan de hand van de volgende formule:

$\beta_{unlevered} = \beta_{levered}/[1 + (1 - T)\ D/E]$

waarbij T het toepasselijke belastingtarief is. Het belastingtarief voor Frankrijk, waar Carrere is gevestigd, bedraagt ongeveer 33 % en de gegevens over de schuld-kapitaalratio zijn in het oorspronkelijke KBC-rapport te vinden. Ten tijde van de uitgifte van de aandelen, was de schuld-kapitaalratio 10 %. Deze grootte is bevestigd met gegevens van Bloomberg.

Aan de hand van deze parameterwaarden komen we op de volgende waarde voor de unlevered bèta:

$\beta_{levered}$ = 1,68

Een vergelijkbare beoordeling werd in 2008 in Duitsland gedaan door Der Spezialist für Finanzaktien voor **Studio Babelsberg**, ook een bedrijf dat door de Spaanse autoriteiten als directe concurrent van CDL is aangewezen. Dat rapport ging uit van een waarde van 12 % voor de kosten van eigen vermogen en een bèta van 1,5. Ten tijde van de publicatie van het rapport was **Studio Babelsberg** een schuldenvrij bedrijf, zodat de kapitaalstructuur gelijk was aan die van CDL; in dit geval hoeft de bèta dus niet te worden aangepast.

Uit dit rechtstreekse bewijs dat is verkregen uit uitvoerige rapporten over twee directe concurrenten valt af te leiden dat de bèta voor CDL (ten minste) in het interval 1,5-1,68 moet liggen. Bovendien is bij de investering in CDL, om redenen die de Commissie al heeft uiteengezet, waarschijnlijk sprake van een hoger idiosyncratisch risico. Met andere woorden: CDL heeft waarschijnlijk een hogere bèta dan zijn concurrenten.

In de onderstaande analyse nemen wij het rekenkundige gemiddelde van deze twee cijfers als bèta voor CDL (ondanks dat het idiosyncratisch risico voor CDL waarschijnlijk hoger is). Er zij op gewezen dat deze cijfers afkomstig zijn van financieel analisten die een grondige analyse van Carrere en Studio Babelsberg hebben uitgevoerd.

De ondergrens van het verwachte rendement voor een particuliere investeerder zou daarmee komen op:

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

Het is nuttig om dit cijfer te berekenen omdat het betekent dat een WACC-waarde die ver beneden **14,91 %** ligt, meteen verworpen kan worden.

Valkuilen in de methodologie van LECG

De schatting in het LECG-onderzoek die een disconteringspercentage van 5,15 % heeft opgeleverd, is methodologisch aanvechtbaar. LECG stelde dat de juiste maatstaf voor de gewogen gemiddelde kapitaalkostenvoet (WACC) het gerealiseerde rendement van de activa (ROA — return on assets) is van een of twee concurrenten (Pinewood en Babelsberg).

[1] Global Insight.
[2] Pablo Fernández (2004), Market risk premium: required, historical and expected, werkdocument van de IESE Business School.

Ten eerste mogen de boekhoudkundige rendementen (zoals het ROA) in hun algemeenheid niet als correcte maatstaf worden beschouwd voor het verwachte gemiddelde rendement, en wel om drie redenen ([1]). Ten eerste worden boekhoudkundige rendementen berekend op jaarbasis, terwijl een rationele investeerder naar het rendement over de volledige levensduur van het project zal kijken. Ten tweede zijn boekhoudgegevens historische gegevens over een bedrijf, zodat ze beter geschikt zijn voor de beoordeling van de ex-post-prestaties van het bedrijf dan voor de beoordeling van de vooraf verwachte prestaties van de investeringen. Ten slotte zijn investeerders niet zozeer geïnteresseerd in boekhoudkundige inkomsten, als wel in geldelijke opbrengsten, d.w.z. de kasstromen die de investering hun oplevert.

Bovendien had LECG de WACC-maatstaf moeten vergelijken met het rendement op het geïnvesteerd vermogen (ROCE — return on capital employed) in plaats van met het ROA. De WACC-maatstaf heeft betrekking op het totale kapitaal, te weten aandelen en financieringsschuld. Aan de passiefzijde van een typische balans zijn echter niet alleen aandelen en financieringsschuld te vinden, maar ook schulden op korte termijn, d.w.z. verplichtingen aan leveranciers. Daarom zijn de totale activa gelijk aan of hoger dan het totale kapitaal en is voor een gegeven rendement het ROA lager of gelijk aan het ROCE ([2]). Het is daarom het ROCE en niet het ROA dat met de WACC moet worden vergeleken. Het resultaat van een project is uitsluitend positief als het gerealiseerde rendement op het geïnvesteerde vermogen gelijk is aan of groter is dan de WACC.

Gegevens over concurrenten

Alvorens naar de marktgegevens te kijken willen wij nogmaals benadrukken dat de relevante benchmark de ex-ante kosten van aandelenkapitaal zijn. Ex-post vastgestelde rendementen zijn slechts een gebrekkige maatstaf voor ex-ante verwachtingen, aangezien de ex-post gerealiseerde rendementen niet noodzakelijkerwijs gelijk zijn aan de ex-ante geëiste rendementen. Als investeerders geïnteresseerd zijn in de prestaties van een industrie in het verleden, moeten ze naar het ROCE kijken, een ex-post rendement dat betrekkelijk neutraal is ten opzichte van de kapitaalstructuur van verschillende bedrijven, omdat het zowel schuld als aandelen omvat. Naarmate de leverage in een onderneming toeneemt, neemt ook het rendement voor aandeelhouders toe, vergeleken met het ROCE.

In het navolgende analyseren we ROCE-gegevens van een representatieve groep concurrenten uit verschillende bronnen en stellen we vast dat de resultaten aansluiten op onze kalibratie.

1. *Gegevens uit AMADEUS*

AMADEUS is een uitgebreide pan-Europese databank met financiële informatie over meer dan 11 miljoen particuliere en overheidsbedrijven in 41 Europese landen, die wordt bijgehouden door Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing. BvD is een van 's werelds belangrijkste leveranciers van bedrijfsinformatie met nadruk op Europese ondernemingen.

De mediaan is het getal dat de bovenste helft van een verzameling scheidt van de onderste helft. Als de waarnemingen stijgend of dalend gerangschikt zijn, is de mediaan de middelste waarde.

Het rekenkundig gemiddelde is de som van alle waarnemingen gedeeld door het aantal waarnemingen.

Bij veel verdelingen vallen mediaan en gemiddelde samen. In de praktijk kunnen ze verschillen als, ondanks een grote steekproef, de waarnemingen scheef verdeeld zijn (bv. doordat de reeks waarnemingen een aantal uitbijters (extreme waarden) omvat).

Kenmerkend voor de hieronder vermelde gegevens is dat het gemiddelde hoger is dan de mediaan (een rechtsscheve of positief scheve verdeling). Aangezien het gemiddelde gevoelig is voor uitbijters, concentreren we ons op de mediaan. Er zij op gewezen dat deze keuze leidt tot een lagere uitkomst voor het rendement dan wanneer het gemiddelde wordt gebruikt.

Analyse van de peer group

Als we een zeer brede steekproef nemen met alle NACE 921 (activiteiten op het gebied van film en video) levert dit voor de periode 1994-2008 meer dan 11 000 waarnemingen op.

	Mediaan
Rendement op het geïnvesteerd vermogen (ROCE)	13,56 %

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

([2]) Deze begripsverwarring komt veel voor doordat sommige auteurs van finance-handboeken uitgaan van een vereenvoudigde balans met enkel aandelen en financieringsschuld en zonder lopende verplichtingen. In dergelijke gevallen is het ROA inderdaad gelijk aan het ROCE, terwijl dit in werkelijkheid doorgaans niet het geval is.

Pinewood-Shepperton, Carrere Group en Barrandov Studio behoren tot de smallere viercijferige NACE-code 9211 (productie van (video)films). Naast de NACE-nomenclatuur maakt AMADEUS een preciezere afbakening van peers mogelijk door bedrijven met dezelfde NACE-code in te delen op omvang. Pinewood-Shepperton, Carrere Group en Barrandov Studio behoren tot de groep van „zeer grote ondernemingen" in NACE 9211 („zeer groot" is geen absolute maat, maar relatief ten opzichte van andere bedrijven die tot NACE 9211 behoren). Voor deze peer group van 45 ondernemingen over de periode 2000-2006 is de mediaan ([1]), voor de gevallen waarin gegevens beschikbaar waren, de volgende:

	Mediaan
ROCE	10,1 %

Studio Babelsberg is onder dezelfde NACE-code in AMADEUS opgenomen als de andere drie bedrijven, maar wordt slechts als een „grote onderneming' beschouwd. De peer group van "grote ondernemingen' met NACE 9211 bestaat uit 133 bedrijven. De mediaan voor deze groep over dezelfde periode (2000-2006) is:

	Mediaan
ROCE	10,1 %

Cinecitta Studio's is opgenomen onder de NACE-code voor reclame, hetgeen betekent dat de peer group niet geschikt is voor vergelijking. Ook CDL is ingedeeld in een peer group met NACE-code 7413 (Markt- en opinieonderzoekbureaus) en is onzes inziens dus niet relevant voor onze beoordeling.

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

Om informatie te verkrijgen over bedrijven die werden genoemd in de stukken die waren ingediend door de Spaanse autoriteiten, moesten wij ORBIS raadplegen. ORBIS bevatte informatie over de volgende bedrijven:

— Pinewood Shepperton

— Studio Babelsberg

— Carrere Group

— Cinecitta

— Ealing Studios

— Barrandov

— Prime Focus

— Ray Corp

— EUROPACORP

De mediaan voor deze bedrijven over de periode 2002-2007 is:

	Mediaan
ROCE	10,82 %

Aangezien deze groep bedrijven is samengesteld uit specifiek aangewezen concurrenten, is er geen risico dat er een „uitbijter" tussen zit die niet echt actief is in hetzelfde segment als CDL (wat wel het geval kan zijn voor de peer groups die zijn samengesteld in AMADEUS). Wij vermelden daarom ook het gemiddelde voor die groep over de periode 2000-2007:

	Gemiddelde
ROCE	12,26 %

([1]) Zoals eerder vermeld is de mediaan voor deze groep lager dan het rekenkundig gemiddelde. Voor deze analyse van de peer group geeft AMADEUS het jaarlijkse mediane ROCE voor de gehele peer group. Voor een waarde over de gehele periode (de in de tekst vermelde waarde) hebben we de „mediaan van de jaarlijkse medianen" berekend.

([2]) ORBIS is een wereldwijde databank met informatie over meer dan 50 miljoen bedrijven in de hele wereld (Bureau van Dijk Electronic Publishing).

Conclusie

Onze gekalibreerde waarde voor de alternatieve kapitaalkosten voor de investering in CDL staat op 14,91 %. Als we afgaan op het door CDL ingediende bedrijfsplan uit 2004 en de analyse van LECG zonder meer accepteren, is het interne rendement voor dit project 5,74 %. We benadrukken evenwel dat de in het bedrijfsplan van 2004 voorspelde kasstromen ongegrond optimistisch lijken, vooral gezien de verliezen die het bedrijf in de periode 2002-2004 heeft geboekt ([1]). Uit de informatie waarover wij beschikken, valt af te leiden dat de verwachte kasstromen in het bedrijfsplan van 2004 een bovengrens vertegenwoordigden.

Zoals in de inleiding is gesteld zou een investeerder alleen in een project investeren als het interne rendement hoger is dan de alternatieve kapitaalkosten. Een investeerder in CDL zou dan ook een veel hoger intern rendement (namelijk ten minste 14,91 %) hebben geëist om in dit project te stappen. Wij kunnen dus concluderen dat de investering in CDL niet aan het beginsel van een investeerder in een markteconomie voldeed.

Met een WACC van 14,91 % en ervan uitgaande dat de kasstroomprognoses van 2004 een bovengrens vertegenwoordigen, hebben wij de NCW van het project berekend als de som van de gedisconteerde kasstromen. Uit de stukken die zijn ingediend door de Spaanse autoriteiten, blijkt dat de investering van 199 miljoen de som is van de kasstromen in de periode 2005-2007. De kasstroom van de laatste periode omvat ook de restwaarde, berekend aan de hand van het dividenddisconteringsmodel:

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

waarbij D_t staat voor het in het jaar t uit te keren dividend, g voor de dividendgroei en r voor het disconteringspercentage.

De uitkomst van deze formule is zeer gevoelig voor de parameters D_t en g. Voor de doelstelling van dit betoog voert het evenwel te ver om precieze schattingen voor D_t en g te verkrijgen. Daarom nemen we de door de Spaanse autoriteiten voorgestelde waarden als benchmark, te weten D_t = 8 651 (kasstroom in de laatste periode) en g = 2,553 % (het inflatiecijfer). We gebruiken echter wel het door ons geraamde disconteringspercentage van 14,91 %. Op basis van deze parameterwaarden levert het project een negatieve netto contante waarde op van NCW = -131,65 miljoen EUR.

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

Commentaar op de laatst ingediende stukken (25 maart)

De stukken die zijn ingediend op 25 maart zijn methodologisch onvoldoende strikt en bevatten een aantal algemene beweringen die op zijn zachtst uitgedrukt ongegrond zijn. Er wordt gesteld:

([1]) *Bron:* ORBIS bedrijfsinformatie.

…„Om dit rendement te becijferen en vooral de risicopremie die een particuliere investeerder van een project zou eisen, worden verschillende modellen gebruikt met als meest gangbare het evaluatiemodel voor financiële activa (CAPM). Als bijvoorbeeld dit model op het onderhavige geval zou worden toegepast, zou een particuliere investeerder een risicopremie, niet een rendement, „eisen" van 3,75 % in 2000 en 2,07 % in 2004.".

Bovendien wordt de volgende tabel gepresenteerd:

Tabel 1

Schatting van het van CDL *geëiste* rendement volgens het CAPM-model

	Marktrisicopremie	Bèta van CDL	Van CDL *geëiste* risicopremie
2000	9,49 %	0,395	3,75 %
2004	5,25 %	0,395	2,07 %

Met andere woorden: in de ingediende stukken wordt gesteld dat CDL een bèta heeft van $\beta = 0{,}395$. Dit is een ongegronde schatting die niet op harde en verifieerbare gegevens stoelt. Zij valt bovendien moeilijk te rijmen met wat het gezond verstand ingeeft.

De onderstaande citaten zijn rechtstreeks vertaald uit Brealey en Myers, de voornaamste referentie van het rapport van LECG.

„…bèta is een maat voor de gevoeligheid van een aandeel voor markttrends. Aandelen met bèta's groter dan 1,0 zullen de algemene markttrends in versterkte mate volgen. Aandelen met een bèta tussen 0 en 1,0 zullen de bewegingen van de markt weliswaar volgen, maar in minder sterke mate. Omdat de markt natuurlijk de „portefeuille van alle aandelen" is, heeft het „gemiddelde' aandeel een bèta van 1,0." (Hoofdstuk 7, blz. 174).

Met andere woorden, een hogere bèta voor een aandeel betekent een grotere volatiliteit en daarom een hoger risico.

Het risico van investeren in CDL is ten minste net zo groot als van investeren in de bedrijven die als directe concurrenten zijn aangewezen, en deze hebben een bèta van ruim boven de 1 (zie beoordelingen van KBC Securities en Spezialist für Finanzaktien).

Tot slot komt het, wat het risicovrije percentage betreft, nogal opportunistisch over om te verwijzen naar de huidige, tijdelijke financiële crisis om de door de Commissie gekozen waarde, die overeenkomt met het risicovrije percentage in de periode van de investering in CDL, te weerleggen.

Aanhangsel

Voor het financieren van een project moeten investeerders kapitaal investeren. Aan dat kapitaal zijn kosten verbonden. Dit zijn de kapitaalkosten.

Over het algemeen vallen de bronnen van kapitaal in twee brede categorieën uiteen:

— Aandelenkapitaal (E — equity)

— Financieel kapitaal/schuld (D — debt)

De som van E en D geeft het totale kapitaal (C — capital) uitgedrukt in EUR. Bij elk van beide bronnen van kapitaal horen bepaalde kosten, te weten:

— K_e — de kosten van aandelenkapitaal, uitgedrukt in %;

— K_d — de kosten van financieel kapitaal (schuld), uitgedrukt in %.

De totale kapitaalkosten worden uitgedrukt in de gewogen gemiddelde kapitaalkostenvoet (WACC), waarin rekening wordt gehouden met de verhouding tussen aandelenkapitaal en schuldkapitaal. De WACC wordt dan ook als volgt berekend:

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

Er zij bovendien op gewezen dat K_d en K_e de verwachte kosten van financieel kapitaal en van aandelenkapitaal zijn, niet de historische kosten.

Als we rekening houden met de belastingvoordelen van financiering door middel van schuld en het toepasselijke belastingtarief voor CDL T (tax) noemen, komt de formule op:

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

In het specifieke geval van CDL wordt in het bedrijfsplan van 2000 geen melding gemaakt van schuld. Aangezien het project volledig wordt gefinancierd met aandelenkapitaal, komen we op:

$$WACC = K_e$$

BIJLAGE II

(gebaseerd op het document van maart 2010)

Antwoord op het rapport van LECG, ingediend op 19 oktober 2009

Het antwoord van adviesbureau LECG op de analyse van de Commissie spitst zich toe op vier punten:

1. Vermeend verkeerd gebruik van het CAPM-model.

   LECG erkent weliswaar dat een analyse op basis van het CAPM de juiste benadering is, maar het plaatst vraagtekens bij de parameterwaarden die DG COMP heeft gebruikt. Om precies te zijn beweert LECG:

   — dat de aandelenpremie lager had moeten zijn,

   — dat de bèta's eveneens lager hadden moeten zijn.

2. De Commissie had zich niet mogen beperken tot het bedrijfsplan van Consultia IT, maar had ook het bedrijfsplan van Arthur Andersen uit 2000 moeten gebruiken om de relevante benchmark te bepalen.

3. De Commissie heeft geen passende financiële ratio's gebruikt voor haar prognoses van de winstgevendheid van CDL.

4. Bovendien heeft de Commissie geen rekening gehouden met de verwachte opbrengsten afkomstig van de ontwikkeling van hotels en kantoorruimte.

1. De parameters van het CAPM

1.1. *Aandelenpremie*

LECG plaatst vraagtekens bij onze keuze om historische gegevens te gebruiken met betrekking tot de premies, op basis van Fernández (2004), om de marktrisicopremie in Spanje voor de jaren 2000 en 2004 te schatten. LECG stelt voor om informatie uit een later werkdocument van dezelfde auteur te gebruiken ([1]).

Zoals hieronder duidelijk wordt, citeert het rapport van LECG zeer selectief uit dit document.

LECG stelt dat de geëiste aandelenpremie gebruikt had moeten worden in plaats van de historische aandelenpremie. In Fernández (2009) valt evenwel te lezen:

„De conclusie dringt zich op dat er geen algemeen aanvaarde puntschatting is voor de aandelenpremie of een algemene methode om deze te schatten. […]

De aanbevelingen voor de aandelenpremie, afkomstig van 150 finance- en waarderingshandboeken gepubliceerd tussen 1979 en 2009, lopen uiteen van 3 % tot 10 %. Sommige boeken hanteren op verschillende pagina's verschillende aandelenpremies en de meeste boeken maken geen onderscheid tussen de vier verschillende begrippen die met „aandelenpremie' worden aangeduid: de historische aandelenpremie, de verwachte aandelenpremie, de geëiste aandelenpremie en de impliciete aandelenpremie. […]

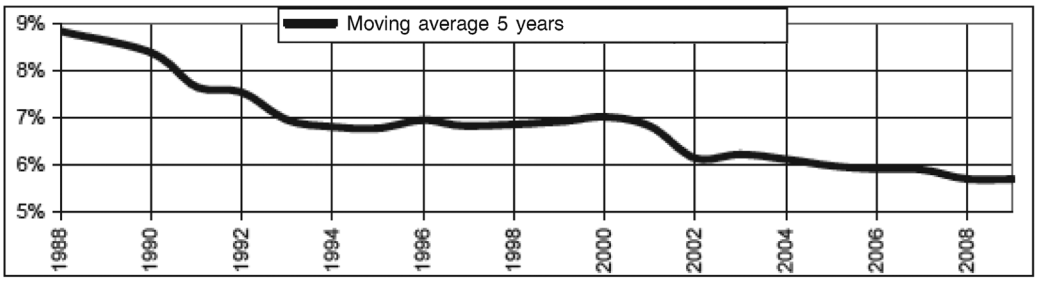
In 129 boeken worden de verwachte aandelenpremie en de geëiste aandelenpremie als synoniemen beschouwd en in 82 boeken wordt geen onderscheid gemaakt tussen de verwachte en de historische aandelenpremie.".

Bovendien wordt in de LECG-studie voor de concrete waarde voorgesteld een aandelenpremie aan te houden die recentelijk is gepresenteerd door Fernández (2009). Fernández stelt voor een geëiste aandelenpremie (REP — required equity premium) te gebruiken van 3,8 tot 4,3 %. Er zijn ten minste twee redenen waarom dit interval niet geldig is voor onze analyse. Ten eerste heeft het intrinsieke beperkingen omdat het een subjectieve waardering door één persoon is. Er zij op gewezen dat Fernández daarnaast een gemiddelde waarde presenteert op basis van 150 handboeken (zie onderstaande grafiek). Ten tweede, en belangrijker nog, is de suggestie de waarde van 3,8 tot 4,3 % te gebruiken gebaseerd op een schatting van de huidige aandelenpremie, niet die van 2000 en 2004. De waarden van de parameters die in het CAPM moeten worden ingevoerd, moeten betrekking hebben op de periode

([1]) Pablo Fernández (2009): The Equity Premium in 150 Textbooks, werkdocument van de IESE Business School.

waarin het bedrijfsbesluit genomen is (d.w.z. ex-ante en niet ex-post). Met andere woorden: de relevante aandelenpremie is die van 2000 (of 2004) en niet die van 2009. Nu zijn in Fernández (2009) ook consensuele schattingen van de REP in 2000 en 2004 opgenomen: voor 2004 een waarde van ruim 6 %, en voor 2000 een waarde van rond de 7 %. Onze schatting van vóór de publicatie van dit stuk, te weten 6,8 %, ligt tussen deze beide waarden en was dus juist.

„De onderstaande figuur laat het verloop zien van het bewegend gemiddelde (over de afgelopen 5 jaar) van de geëiste aandelenpremie (REP) zoals dat wordt gebruikt of aanbevolen in 150 finance- en waarderingshandboeken."



Bewegend gemiddelde over 5 jaar

1.2. *Bèta*

Wat bèta betreft, worden in het LECG-rapport vraagtekens geplaatst bij het gebruik van schattingen afkomstig van particuliere bedrijven die gespecialiseerd zijn in waarderingen. Hieronder geven wij links naar de studies waarnaar wij verwijzen:

Carrere (de door ons gebruikte informatie staat op blz. 5 van dit rapport):

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

Studio Babelsberg (zie blz. 10):

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

Wij zijn van mening dat een particuliere investeerder juist dit soort studies zou raadplegen om ex-ante een bèta te bepalen. Deze analisten beschikken over specifieke deskundigheid om ex-ante waarderingen te beoordelen.

In deze twee studies worden bèta's gegeven voor bepaalde nauwe concurrenten van Ciudad de la Luz.

Pablo Fernández, de auteur die in de LECG-studie uitvoerig maar selectief geciteerd wordt, heeft herhaaldelijk betoogd dat historische bèta's (zoals die door LECG worden voorgesteld) nagenoeg betekenisloos zijn.

In „Are calculated betas worth for anything?" (Zijn berekende bèta's ergens goed voor?) (Werkdocument IESE Business School, 2008) voert Pablo Fernández sterke argumenten aan tegen het gebruik van berekende bèta's in waarderingen:

„We laten zien dat het in de meeste gevallen een enorme fout is om de historische bèta als maatstaf te gebruiken voor de verwachte bèta; ten eerste omdat het nagenoeg onmogelijk is een zinnige waarde voor bèta te berekenen, daar de historische bèta's van de ene dag op de andere sterk veranderen; ten tweede omdat we dikwijls niet met voldoende statistisch vertrouwen kunnen zeggen dat de bèta van het ene bedrijf lager of hoger is dan de bèta van een ander bedrijf; ten derde omdat historische bèta's in veel gevallen niet veel betekenis hebben: bedrijven met een hoog risico hebben vaak lagere historische bèta's dan bedrijven met een laag risico; en ten vierde omdat historische bèta's sterk afhankelijk zijn van de index die we gebruiken voor de berekening ervan. […] [1]" (onderstreping door ons)

Het derde argument van Fernández (2008) laat ook zien dat de door LECG gepresenteerde bèta's niet kunnen kloppen. Fernández stelt dat bedrijven met een hoog risico juist een hogere bèta hebben. Dit ligt voor de hand: voor een project met een hoog risico (zoals CDL) moet het geëiste rendement hoger zijn dan voor een gediversifieerde portefeuille (bv. De IBEX 35).

[1] Damodaran (Damodaran, Aswath (1994), Damodaran on Valuation, New York: John Wiley and Sons) maakt dit ook duidelijk door de bèta van Disney te berekenen. Met dagelijkse gegevens komt hij op 1,33; met wekelijkse gegevens op 1,38; met maandelijkse gegevens op 1,33; met kwartaalgegevens op 0,44; en met jaargegevens op 0,77. Met gegevens over een periode van drie jaar komt hij op 1,04; met vijf jaar op 1,13; en met tien jaar op 1,18. Bovendien hangt de bèta af van de index die als benchmark wordt gekozen. De Dow 30 geeft een bèta van 0,99, de S&P 500 geeft 1,13; en de Wilshire 5000 geeft 1,05.

In een ander stuk, dat over Spanje gaat („On the instability of betas: the case of Spain" Over de instabiliteit van bèta's: de casus Spanje), werkdocument IESE Business School, 2008), laat Pablo Fernández opnieuw zien dat het een ernstige fout is om voor de berekening van de rendementseis bèta's te gebruiken die zijn berekend op grond van historische gegevens.

„Er zijn zeven redenen waarom dit een vergissing is:

1. omdat bèta's berekend op grond van historische gegevens van de ene dag op de andere aanzienlijk veranderen;

2. omdat berekende bèta's sterk afhankelijk zijn van welke aandelenindex als marktreferentie is gebruikt;

3. omdat berekende bèta's sterk afhankelijk zijn van de historische tijdsspanne (vijf jaar, drie jaar, …) die voor de berekening is gebruikt;

4. omdat berekende bèta's afhangen van de rendementen (op maandbasis, op jaarbasis, …) die voor de berekening zijn gebruikt;

5. omdat we heel vaak niet weten of de bèta van het ene bedrijf lager of hoger is dan de bèta van een ander bedrijf;

6. omdat berekende bèta's slechts een geringe correlatie vertonen met aandelenrendementen;

7. omdat de correlatiecoëfficiënten (en de R2) van de regressies die voor de berekening van de bèta's zijn gebruikt; heel klein zijn."

In het werkdocument worden tal van voorbeelden aangevoerd om elk van deze zeven stellingen te onderbouwen.

2. **De relevante periode**

In onze eerdere analyse hebben wij het jaar 2004 als referentiejaar gebruikt voor de berekening van de NCW, aangezien de gehele investering van 199,4 miljoen EUR toen is vastgelegd. We kunnen onze analyse evenwel gemakkelijk overdoen voor het jaar 2000. De resulterende WACC zou hoger zijn dan in 2004 [1], vanwege zowel een hogere marktrisicopremie (die volgens de door Fernández verzamelde informatie rond de 7 % zou moeten liggen — zie paragraaf 1.1) als een hoger risicovrij percentage (dat in 2000 voor Spanje op 5,53 % lag [2]). Het interne rendement van 8,84 % zou dan ook nog altijd veel lager zijn dan de kapitaalkosten (om precies te zijn: WACC = 5,53 % + 1,59 * 7 % = 16,66 %).

We kunnen een stap verder gaan en de NCW van het project in 2000 berekenen. Rekening houdend met alle voorbehouden die we in onze eerdere analyse hebben gemaakt (namelijk het zonder meer afgaan op de kasstromen en parameters die zijn gebruikt voor de berekening van de eindwaarde, behalve natuurlijk voor de WACC) komen we op de volgende negatieve NCW:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	NCW
Kasstroom	– 46 479	– 69 719	9 005	12 616	6 930	7 710	68 698	
Discontering	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	
Intern rendement	– 46 479	**– 59 762,56**	**6 616,67**	**7 946,13**	**3 741,50**	**3 568,16**	**27 252,87**	**– 57 116,22**

[1] De WACC voor 2004 was volgens onze berekeningen 14,91, op basis van een risicovrij percentage van 4,1 % en een marktrisicopremie van 6,8.
[2] Zie statistieken OESO.

3. **Financiële ratio's**

In het LECG-rapport wordt ons standpunt dat het CAPM het juiste instrument is om de ex-ante kapitaalkosten te beoordelen, gedeeld. Bovendien wordt er geen enkel argument aangevoerd om het gebruik van het ROCE als maatstaf voor de WACC te verwerpen. Het is daarom niet nodig om de redenering die in de vorige notitie reeds is uiteengezet, te herhalen. Misschien is het echter wel zinnig om eraan te herinneren waarom de ROCE de meest geschikte ratio is. Aangezien de economische winstgevendheid van een bedrijf ex-post gemeten wordt aan de hand van het verschil tussen het rendement op het geïnvesteerd vermogen en de kapitaalkosten, ligt het voor de hand om, indien een benchmark zou worden geconstrueerd op basis van historische gegevens van concurrenten om de minimale rendementseis van investeerders te bepalen, als passende maatstaf het gemiddelde ROCE van de sector te nemen.

4. **De uitbreiding van de investering naar hotels en kantoorruimte**

De beweringen op dit punt zijn gebaseerd op nieuwe bewijsstukken, namelijk zes grondwaarderingsrapporten. Om te beginnen merken wij op dat dit bewijs ex-post is geleverd en daarom geen onderdeel was van de informatie die indertijd voor een potentiële investeerder beschikbaar was ([1]). Ten tweede merken wij op dat in het rapport van Arthur Andersen alleen melding wordt gemaakt van de mogelijkheid een hotelcomplex te ontwikkelen (in fase III) en een zekere hoeveelheid kantoorruimte (in fase IV). Het rapport bevat een schatting van de kosten voor de ontwikkeling van hotels en kantoren maar niet van de opbrengsten ervan, zodat de informatie om de winstgevendheid van de ontwikkeling van de grond te beoordelen ontbreekt. Er wordt ook geen bedrijfsplan geleverd voor de ontwikkeling van fase III en IV. In het bedrijfsplan van Consultia IT wordt slechts indirect gewag gemaakt van de hotels in een vermelding van een terrein voor complementaire diensten, terwijl kantoorruimte in het geheel niet genoemd wordt. Bovendien komen deze activiteiten helemaal niet aan de orde in het gedeelte over de economische en financiële prognoses. Met andere woorden: particuliere investeerders hebben nooit een bedrijfsplan voor de ontwikkeling van de grond voorgelegd gekregen. Dit betekent dat de ex-ante beoordeling van het project uitsluitend gebaseerd mag worden op het bedrijfsplan voor de filmstudio's, want uit alle relevante stukken blijkt dat de ontwikkeling van de grond geen deel uitmaakte van het oorspronkelijke bedrijfsplan. In het LECG-rapport van april 2008 wordt zelfs uitdrukkelijk verklaard (in hoofdstuk 5 „The operational value of a hotel complex and commercial area in Ciudad de la Luz" (De operationele waarde van een hotelcomplex en bedrijfsruimte in Ciudad de la Luz)) dat de details van de investering in het dienstencomplex (hotels en bedrijfsruimte) in geen van beide bedrijfsplannen zijn geanalyseerd, omdat i) de bovengenoemde diensten hoe dan ook na de studio zouden worden gebouwd en ii) de winstgevendheid van de studio hoog genoeg was en het daarom op dat moment niet nodig was om de aanvullende kasstromen die Ciudad de la Luz zou kunnen genereren, te analyseren.

De enige relevante informatie voor de waardering van de grond wordt gevormd door de biedingen die Ciudad de la Luz in 2005 heeft ontvangen voor de bouw en exploitatie van de in voornoemd hoofdstuk 5 genoemde hotels en bedrijfsruimte. Deze vormen een waardering door de markt in een periode waarin het investeringsbesluit genomen werd en die bovendien wordt gekenmerkt door een vastgoedboom. Zoals in de volgende paragraaf zal worden uitgelegd kan in de EUROVAL-waarderingen geen geschikte graadmeter worden gezien voor de waarde van terreinen.

Voor de berekening van de NCW met inbegrip van deze aanvullende grondontwikkeling kan gebruik worden gemaakt van de door de markt bepaalde prijs (uit het feit dat deze betrekkelijk laag is, zoals de Spaanse autoriteiten erkennen, blijkt dat deze ontwikkeling van onroerend goed kennelijk niet erg aantrekkelijk was voor particuliere investeerders).

De volgende tabel bevat berekeningen van de NCW met inbegrip van de ontwikkeling van onroerend goed op basis van de biedingen die in 2005 daadwerkelijk zijn uitgebracht (560 000 EUR per jaar met inflatiecorrectie, zoals verklaard door LECG). Het is duidelijk dat de NCW negatief blijft.

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

([1]) In het LECG-rapport van 25 april 2008 wordt dezelfde lijn gevolgd, aangezien in het begin van het rapport (paragraaf 2.1) wordt verklaard, dat de relevante vraag voor de toepassing van de MEIP is: „Bood het project, op grond van de informatie die beschikbaar was op het moment dat de investering werd gedaan, voldoende winstgevendheid om ook een particuliere investeerder te doen besluiten deze investering te doen? […] Het investeringsbesluit dient te worden geanalyseerd vanuit een ex-ante perspectief.".

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
14,91 %	1,3204	1,1491	1,0000	0,8702	0,7573	0,6591	0,5735
Intern rendement	**– 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	NCW
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**

Door Euroval is een reeks grondwaarderingsrapporten opgesteld in opdracht van de Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana, de investeerder in Ciudad de la Luz (CDL). Deze rapporten zijn bedoeld om een objectieve waardering te geven van de grond die zou worden gebruikt voor de bouw van hotels en kantoren in het CDL-complex. Ze bevatten een waardering voor de jaren 2000, 2002 en 2009. Voor elk van deze jaren worden twee terreinen getaxeerd: het ene bestemd voor de ontwikkeling van een hotelcomplex, het andere voor kantoorgebouwen, waarmee het totale aantal waarderingsrapporten op 6 komt.

Aangezien in de rapporten in grote lijnen dezelfde methode wordt gehanteerd, gelden sommige van onze opmerkingen voor alle rapporten. Wanneer verwezen wordt naar specifieke beweringen wordt het betreffende rapport vermeld.

In deze memo worden de beperkingen van voornoemde rapporten beschreven en wordt geconcludeerd dat de daarin gepresenteerde waarderingen onbetrouwbaar zijn. Bovendien wordt opgemerkt dat het waarderingsrapport niet verenigbaar is met bepaalde claims in de stukken die eerder door de Spaanse autoriteiten zijn ingediend. Tot slot wordt in de memo aangegeven wat voor bewijsmateriaal gebruikt had kunnen worden om wel een betrouwbare schatting te krijgen van de waarde van de grond.

4.1. *De rapporten*

Het is duidelijk dat geen van deze rapporten door Euroval ondertekend of van een stempel voorzien zijn, hetgeen betekent dat er geen bewijs is dat deze entiteit verantwoordelijkheid aanvaardt voor deze waarderingen.

De Spaanse autoriteiten beweren dat de waarderingsrapporten voor de grond die zijn opgesteld in 2000 en 2002, niet aan de eisen van Ministerieel Besluit ECO 805/2003 betreffende de waardering van onroerend goed voldoen, aangezien het doel ervan buiten het toepassingsbereik van dat besluit valt (bv. blz. 3 van het waarderingsrapport voor kantoorruimte uit 2000). Er wordt verder niet toegelicht waarom voornoemd ministerieel besluit niet van toepassing is. Dit ministerieel besluit wordt ook genoemd in verband met Wet 6/1998 op de waardering van grond (blz. 13 van voornoemd rapport). Betoogd wordt dat, aangezien het een waardering voor het jaar 2000 betreft die achteraf in 2002 is uitgevoerd, „het uitvoerend technisch team de aanpassingen van de berekeningen kan uitvoeren en de hypotheses kan toepassen die het voor het nagestreefde doel het meest geschikt acht". Er wordt echter niet duidelijk gemaakt om wat voor „aanpassingen" en „hypotheses" het gaat. Het is evenmin duidelijk waarom de vigerende wet niet kan worden toegepast, vooral wat betreft de waardering van de grond. Ten slotte wordt niet gemotiveerd waarom de destijds geldende wetten niet zijn toegepast.

Het rapport met de huidige (2009) waardering van de grond die bestemd is voor de kantoorruimte bevat een nog verrassender bewering. Er wordt namelijk beweerd dat de toepasselijke waarderingsmethoden volgens de op dat moment van kracht zijnde wetgeving, kunnen worden aangepast, „namelijk dat, aangezien het doel van de waardering een niet-monetaire bijdrage op de datum in kwestie is, het uitvoerend technisch team de mogelijkheid heeft de aanpassingen van de berekeningen uit te voeren en de hypotheses toe te passen die het voor het

nagestreefde doel het meest geschikt acht". Met andere woorden: omdat de waardering niet tot een monetaire transactie zal leiden, mogen de wettelijk toe te passen waarderingsmethoden worden gewijzigd. Om precies te zijn geeft het technisch team toe, aangezien er geen sprake is van echt geld/een echte transactie, van mening te zijn dat het aanpassingen kan verrichten die het gezien het nagestreefde doel passend acht.

Het wekt dan ook geen verbazing dat Euroval geen van deze zes rapporten officieel heeft goedgekeurd.

4.1.a) Rapporten met betrekking tot de bouw van kantoorruimte (NNT-terrein)

In de rapporten had eveneens duidelijker moeten worden toegelicht wat de kwalificatie „tertiair gebruik' voor de grond inhoudt.

De meest schromelijke tekortkoming van deze rapporten is de manier waarop de benchmarkprijzen voor kantoorruimte in het CDL-complex worden vastgesteld. Op blz. 18 van het rapport van 2000 worden negen transacties genoemd met de betaalde prijs per vierkante meter. Deze transacties vonden plaats tussen december 1999 en september 2000 en de gemiddeld betaalde prijs bedroeg 1 111,70 EUR/m^2. Deze waarde is als benchmark genomen voor de prijs van kantoorruimte in het CDL-complex.

Het CDL-complex ligt buiten de stad Alicante en naast een industriecomplex (*polígono industrial*). De negen genoemde transacties daarentegen betreffen kantoren (gemiddelde omvang 115,26 m^2) in de meest prestigieuze zakenbuurten in Alicante. Het is niet erg logisch om deze transacties te gebruiken voor het bepalen van een benchmark voor de 66 576,54 m^2 die in Ciudad de la Luz gebouwd zouden worden.

In het rapport wordt de Spaanse consumentenprijsindex (CPI — Indice de Precios al Consumo, IPC) gebruikt voor de deflatie van de huidige waarden. De IPC wordt met name gebruikt om de huidige waardering van de grond te defleren naar het jaar 2000 (blz. 24). Wij wijzen erop dat, zoals de naam aangeeft, de CPI/IPC geen betrekking heeft op de prijsinflatie van activa; de index wordt berekend op basis van een mandje consumptiegoederen. Het gebruik van de CPI/IPC voor de deflatie van de waarde van grond en/of onroerend goed geeft een allerminst geringe vertekening, om redenen die hieronder worden toegelicht.

Zoals wel bekend is, heeft Spanje een huizenboom gekend die meer dan tien jaar aanhield. De huidige macroeconomische problemen van het land zijn voor een aanzienlijk deel aan deze luchtbel te wijten. Als gevolg daarvan stegen de grondprijzen veel sneller dan de algemene CPI.

Volgens de statistieken die zijn verzameld door het ministerie van Volkshuisvesting van de Spaanse regering (Ministerio de Vivienda, http://www.mviv.es/es/), zijn de huizenprijzen in de provincie Alicante met 122,2 % gestegen gedurende de periode van het eerste kwartaal van 2000 tot en met het derde kwartaal van 2009 (deze tijdspanne is gekozen omdat deze overeenkomt met de periode die gebruikt is in het Euroval-rapport van 2000, namelijk januari 2000 tot en met augustus 2009). Een vluchtige beschouwing van de ontwikkeling van de huizenprijzen in de loop van de betreffende tijdsperiode leert dat deze in het begin ervan het snelst stegen.

In dezelfde statistische bron zijn ook gegevens te vinden over grondprijzen; helaas beginnen de cijfers pas in 2004. De gemiddelde prijs per vierkante meter stadsgrond in de provincie Alicante stond in het eerste kwartaal van 2004 op 234,30 EUR/m^2. Het overeenkomstige cijfer voor gemeenten met meer dan 50 000 inwoners in de provincie Alicante was in datzelfde kwartaal 464,90 EUR/m^2.

Aangezien de prijs van grond die gebruikt kan worden voor vastgoedontwikkeling op stadsgrond nauw samenhangt met de huizenprijzen, kan een benadering voor de deflator voor grondprijzen over de periode van het eerste kwartaal (Q1) van 2000 tot en met het vierde kwartaal (Q4) van 2003 worden verkregen door te kijken naar de inflatie van de huizenprijzen over diezelfde periode. Volgens het Spaanse ministerie van Volkshuisvesting zijn de huizenprijzen in de provincie Alicante in de periode tussen het eerste kwartaal van 2000 en het derde kwartaal van 2003 met 80,1 % gestegen.

Ongeacht of we de gemiddelde grondprijs voor de gehele provincie nemen (234 EUR/m^2 in Q1 2004) of die voor grote gemeenten (464,90 EUR/m^2 in Q1 2004), zou de toepassing van een deflator van die orde van grootte (± 80 %) een veel lagere grondprijs in Q1 2000 opleveren dan in het Euroval-rapport wordt vermeld.

Het is bovendien vermeldenswaard dat de rapporten elkaar wat betreft de prijsontwikkeling tegenspreken. Zoals hierboven vermeld, worden op blz. 18 van het rapport van 2000 negen transacties genoemd met de betaalde prijs per vierkante meter. Deze transacties vonden plaats tussen december 1999 en september 2000 en de gemiddeld betaalde prijs bedroeg 1 111,70 EUR per vierkante meter. Deze waarde is als benchmark genomen voor de prijs van kantoorruimte in het CDL-complex.

In het rapport van 2009 wordt dezelfde methode gevolgd. Op blz. 18 worden zeven transacties opgesomd die plaatsvonden tussen april 2007 en december 2008. De gemiddelde waarde is 2 736,22 EUR/m^2. Het rapport van 2009 levert dus overduidelijk bewijs dat de inflatie voor onroerend goed veel hoger lag dan de 33,5 % die is gebruikt voor het rapport van 2000. Een vergelijking tussen de beide rapporten geeft een inflatie van 146,1 %. Dit komt overeen met de informatie van het ministerie van Volkshuisvesting: tussen het eerste kwartaal van 2000 en het tweede kwartaal van 2008 (de periode van de meeste transacties die in het rapport van 2009 zijn vermeld) stegen de huizenprijzen in de provincie Alicante met 152,1 %.

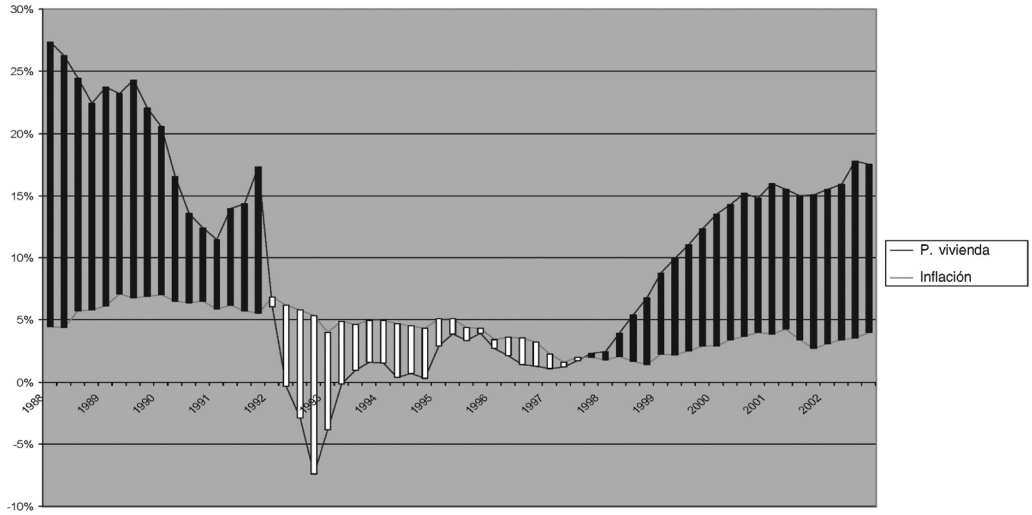
Het feit dat de cijfers in het rapport van 2009 met 15 % gedefleerd zijn om de huidige prijzen te benaderen, brengt geen verandering in het algemene beeld wat betreft de orden van grootte waar het om gaat.

Overigens wijzen wij er nogmaals op dat het gebruik van prijzen voor kleine kantoren in het centrum van Alicante voor het bepalen van een benchmark voor het CDL-complex onlogisch is.

Twee verdere opmerkingen zijn nog op hun plaats. Ten eerste stijgt tijdens een vastgoedboom de grondprijs vaak sneller dan de uiteindelijke huizenprijzen. In elk geval is de inflatie van de grondprijs eerder hoger dan lager dan de huizenprijsindex. Ten tweede is de gemiddelde grondprijs voor grote gemeenten waarschijnlijk niet representatief voor de grondprijzen op een locatie als die van CDL. De meeste onderliggende gegevens die zijn gebruikt om tot deze gemiddelde prijs te komen, zijn afkomstig van grond in steden of aan stadsranden (bv. voorsteden, „*urbanizaciones*"); Ciudad de la Luz bevindt zich buiten de stad op een locatie met weinig tot geen woningen.

Ten slotte wordt de inflatie van de huizenprijzen geïllustreerd door het lesmateriaal voor tweedejaars studenten aan de Unversidad Carlos III de Madrid, dat te vinden is op: http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/, materiales, Tema I, waarvan wij dia 67 hieronder overnemen. Dit grafische bewijs bevestigt eens te meer dat de huizenprijzen veel sneller gestegen zijn dan de CPI/ICP.

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



Oorspronkelijke bron: La vivienda en España: desgravaciones, burbujas y otras historias, José García Montalvo.

In alle rapporten zijn de argumenten die worden aangevoerd om te betogen dat de kosten van grondontwikkeling verwaarloosbaar zijn, weinig overtuigend, aangezien er ook nog aanvullende kosten gedragen zouden moeten worden.

Tot slot is in het geval van het kantorencomplex (NNT) een verschil van 35 % (2002) of meer dan 50 % (2000) tussen de waarden die zijn verkregen op grond van de twee waarderingsmethoden (dynamische residuele methode en toename van de CPI), tekenend voor de sterk speculatieve aard van deze exercitie.

4.1.b) Rapporten over de waardering van het terrein bestemd voor een hotelcomplex (NNH-terrein)

De rapporten van 2000 en 2002 over het tweede terrein (NNH) lijden aan dezelfde tekortkomingen (bv. gebruik van een ongeschikte deflator, geen onderbouwing voor het niet toepassen van de waarderingsmethoden die in de Spaanse wet zijn neergelegd, enz.). Zoals hierboven vermeld, is geen van deze rapporten ondertekend of van een stempel voorzien.

Toch dienen nog enige aanvullende opmerkingen te worden geplaatst. In de rapporten van 2000 en 2002 worden benchmarkprijzen voor hotelkamers vastgesteld aan de hand van gemiddelde prijzen. Er wordt echter geen bron gegeven, noch is duidelijk of de cijfers betrekking hebben op de provincie Alicante (rapport van 2002) of de Comunidad Valenciana (rapport van 2000).

De resulterende gemiddelde prijzen zijn 44,95 EUR/nacht in het rapport van 2000 en 47,65 EUR/nacht in het rapport van 2002. Hoewel de bron waarop deze waarden zijn gebaseerd, niet gegeven wordt, zijn ze niet in strijd met eerdere cijfers.

In het rapport van 2009 wordt daarentegen een lijst gegeven van zes vier- en vijfsterrenhotels op toplocaties om een benchmarkprijs te bepalen. Deze komt daarmee op 104 EUR/nacht. Er wordt geen verklaring gegeven waarom de methode voor het bepalen van benchmarkprijzen verschilt van de methode die gebruikt is in de rapporten van 2000 en 2002.

Wat belangrijker is: het valt moeilijk te begrijpen waarom de focus op vier- en vijfsterrenhotels ligt. Zijn er aanwijzingen dat er vraag zou zijn naar vier- en vijfsterrenhotels buiten Alicante, gevestigd aan een snelweg bij een poligono industrial?

Daarbij is het vrij veelzeggend dat het enige hotel vlakbij het CDL-complex is weggelaten. Het betreft een IBIS-hotel, waarvan de prijzen beginnen bij 49 EUR/nacht voor de zomer van 2010 (http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml, geraadpleegd op 24 februari 2010). Als aanvullend bewijs kan worden aangevoerd dat voor luxe appartementen bij een golfterrein (en vrij dichtbij CDL) 80 EUR/nacht werd gerekend in augustus 2010 (hoogseizoen, zie http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, geraadpleegd op 24 februari 2010).

Het rapport van 2009 voor het NNH-terrein bevat ook enkele verrassende beweringen. In eerste instantie is de lezer aangenaam verrast dat de methode volgens welke de waardering wordt uitgevoerd, in overeenstemming is met de wet (op blz. 13 staat te lezen dat de methodologische referenties de criteria zijn die zijn neergelegd in Ministerieel Besluit ECO 805/2003 betreffende de waardering van onroerend goed en Wet 6/1998 van 13 april 1998 betreffende de waardering van grond met als doel de huidige waarde te bepalen). Op blz. 25 leest men echter dat het waarderingsrapport toch *niet* voldoet aan de in het ministerieel besluit neergelegde eisen: „Overeenkomstig artikel 61, lid 1, onder b) van Besluit ECO 805/2003 van maart 2003 betreffende voorschriften voor de waardering van onroerend goed, willen wij erop wijzen dat dit waarderingsrapport niet formeel in overeenstemming is met dit besluit, aangezien het doel ervan buiten het toepassingsbereik van het besluit valt" (por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma).

Bovendien is het interessant om op te merken dat de schattingen per vierkante meter voor de beide terreinen (NNH en NNT) sterk verschillen. Hoewel het voorgenomen gebruik (enerzijds kantoren, anderzijds hotels) het verschil ontegenzeglijk deels verklaart, is het verschil nochtans opvallend. Voor hotels lopen de waarden uiteen van 144,12 EUR/m^2 (2000) tot 188,35 EUR/m^2 (2009). Voor kantoorruimte liggen de waarden tussen de 491,64 EUR/m^2 (2000) en 800,00 EUR/m^2 (2009). Hoe kan het significante verschil in prijsontwikkeling (inflatie) tussen deze twee naast elkaar gelegen terreinen worden verklaard? Waaraan kan dit verschil van meer dan 300 % worden toegeschreven?

Moeten wij concluderen dat het komt doordat voor de waardering van het terrein dat voor hotels is bestemd, een methode is gebruikt die dichter bij de bij wet vastgelegde normen is gebleven? Of ligt het aan de grotere transparantie van de prijs van een hotelovernachting?

Er wordt bovendien beweerd (o.a. op blz. 18 en 19 van het rapport van 2009) dat de variabele kosten 50 % van de opbrengsten vertegenwoordigen. Waar komt de schatting van dergelijke grote marges vandaan?

De bouwkosten worden geschat op basis van een referentieprijsmodule. Voor de rapporten van 2000 en 2002 worden de correcte cijfers gekozen, maar voor het rapport van 2009 wordt het cijfer van 2006 gebruikt. Waarom?

4.2. *Risicopremies*

Wij merken tevens op dat in de rapporten erkend wordt (o.a. op blz. 12 en 26 van het rapport van 2000) dat investering in hotelfaciliteiten hogere risico's met zich brengt dan investering in kantoorruimte. De Spaanse autoriteiten hebben voortdurend vastgehouden aan het voornemen een „hotelcomplex" te bouwen.

Evengoed staat op blz. 16 van het rapport van 2000 dat het disconteringspercentage (tipo de actualización) wordt gegeven door de volgende formule:

i = risicovrij percentage + risicopremie

Op dezelfde bladzijde staat een tabel met de toe te passen minimale risicopremies. De relevante premies liggen boven het ex-ante verwachte rendement in Ciudad de la Luz.

Tot slot wordt in de berekeningen op blz. 21 van het rapport van 2000 een lagere risicopremie gebruikt (10 %) dan in de overeenkomstige tabel op blz. 16 (11 %).

4.3. *Geloofwaardige waarderingen*

Om tot een geloofwaardige waardering van de grond te komen, hadden waarderingen rond het jaar 2000 moeten worden gegeven voor verschillende terreinen met vergelijkbare kenmerken wat betreft omvang en locatie (naast het industriecomplex Aguas Amargas) en bestemd voor „tertiair gebruik" en „hotelgebruik".