II

(Icke-lagstiftningsakter)

BESLUT

KOMMISSIONENS BESLUT

av den 8 maj 2012

om statligt stöd SA.22668 (C 8/08 (f.d. NN 4/08))

[delgivet med nr C(2012) 3025]

(Endast den spanska texten är giltig)

(Text av betydelse för EES)

(2013/126/EU)

EUROPEISKA KOMMISSIONEN HAR ANTAGIT DETTA BESLUT

med beaktande av fördraget om Europeiska unionens funktionssätt, särskilt artikel 108.2 första stycket,

med beaktande av avtalet om Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, särskilt artikel 62.1 a,

efter att i enlighet med de bestämmelser som anges ovan ha gett berörda parter tillfälle att yttra sig [1] och med beaktande av dessa synpunkter, och

av följande skäl:

I. FÖRFARANDE

(1) Den 22 februari 2007 tog kommissionen emot ett klagomål om statligt stöd från klagande A [2] om stöd som regionen Valencia skulle ha gett filmstudion Ciudad de la Luz. Klagande A bekräftade den 15 mars 2007 att klagomålet kunde vidarebefordras till de spanska myndigheterna.

(2) Den 10 april 2007 vidarebefordrade kommissionen klagomålet i sin helhet till de spanska myndigheterna och begärde upplysningar om det påstådda stödet. Kommissionen hade inte tidigare tagit emot någon anmälan av stödåtgärder för film i Valencia för godkännande enligt bestämmelserna om statligt stöd.

(3) Efter att ha begärt förlängd tidsfrist den 18 april 2007 (beviljad den 24 april) besvarade de spanska myndigheterna kommissionens begäran om upplysningar den 15 juni 2007.

(4) Den 30 april 2007 överlämnade klagande A länkar till artiklar som offentliggjorts i tidskriften *Variety* och som påstods beskriva de produktionsbidrag som erbjuds för filminspelningar i Valencia och bekräftade att Ciudad de la Luz lockade stora produktioner av högbudgetfilm [3].

(5) Kommissionen begärde ytterligare upplysningar från de spanska myndigheterna den 13 juli 2007. Efter att ha begärt förlängd tidsfrist den 18 juli 2007 (beviljad den 19 juli) besvarade de spanska myndigheterna kommissionens begäran om upplysningar den 8 oktober 2007.

(6) Den 15 juli 2007 tog kommissionen emot ett klagomål från klagande B [4]. Efter att ha fått tillstånd från den klagande vidarebefordrade kommissionen klagomålet till de spanska myndigheterna den 2 augusti 2007.

(7) Genom en skrivelse av den 13 februari 2008 informerade kommissionen de spanska myndigheterna om sitt beslut att inleda ett förfarande i enlighet med artikel 108.2 i EUF-fördraget i fråga om stödet. Spanien svarade på detta den 28 april 2008.

(8) Kommissionens beslut om att inleda förfarandet har offentliggjorts i *Europeiska unionens officiella tidning* [5]. Kommissionen har uppmanat berörda parter att inkomma med sina synpunkter på stödet.

---

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

[2] Klagande A är en stor europeisk filmstudio. Den har begärt att få förbli anonym.

[3] *New Valencia studio offers film rebates* http://www.variety.com/article/VR1117958591.html?categoryid=19&cs=1; *Polanski's Pompeii takes shape* http://www.variety.com/article/VR1117963040?refcatid=19&printerfriendly=true

[4] Klagande B är en stor aktör i den europeiska filmsektorn. Även denna klagande har begärt att få förbli anonym.

[5] Se fotnot 1.

(9) Kommissionen tog emot synpunkter från berörda parter och vidarebefordrade dem till Spanien den 3 oktober 2008. De spanska myndigheternas synpunkter togs emot den 21 november 2008 och den 29 december 2008.

(10) Efter ett möte mellan kommissionen och de spanska myndigheterna den 11 februari 2009 lämnade Spanien ytterligare upplysningar den 30 mars 2009.

(11) Kommissionen skickade ytterligare en begäran om upplysningar till Spanien den 26 augusti 2009. De spanska myndigheterna svarade på begäran den 20 oktober 2009 och lämnade ytterligare information den 1 februari 2010.

(12) Kommissionen skickade ytterligare en begäran om upplysningar till Spanien den 24 maj 2011 och upplyste Spanien om att den hade utsett en oberoende ekonomisk konsult, Ecory. Spanien svarade den 7 juni 2011. Kommissionen svarade Spanien den 22 juli 2011.

(13) Kommissionen översände sin sista begäran om upplysningar till Spanien den 1 augusti 2011, tillsammans med Ecorys rapport. Spanien överlämnade sina synpunkter på Ecorys rapport den 3 oktober 2011. Spanien överlämnade ytterligare uppgifter om den offentliga investeringen i Ciudad de la Luz SAU den 11 april 2012.

II. **DETALJERAD BESKRIVNING**

(14) Ciudad de la Luz är ett stort filmstudiokomplex strax utanför Alicante (Valencia). Den regionala regeringen i Valencia (*Generalitat Valenciana*) tog sitt första beslut om att investera i Ciudad de la Luz-projektet den 24 oktober 2000.

(15) Bolaget Ciudad de la Luz SA bildades den 2 november 2000 och skulle ansvara för marknadsföring, organisation och förvaltning av Ciudad de la Luz-området, bland annat uppförande, förvaltning och drift av audiovisuella anläggningar och filmanläggningar, samt andra åtföljande fritids- och logiverksamheter.

(16) Parque Temático de Alicante SAU, som senare blev Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (SPTCV), ägde 75 % av Ciudad de la Luz SA:s ursprungliga aktiekapital på 600 000 euro. SPTCV är en offentlig enhet som bedriver investeringsverksamhet för den regionala regeringen i Valencias räkning. Återstående 25 % ägdes av Producciones Aguamarga SL, ett privat företag som ansvarade för resten av byggnadsarbetena, marknadsföringen av Ciudad de la Luz och studiornas förvaltning.

(17) I november 2001 ökades aktiekapitalet till 9 miljoner euro. SPTCV köpte samtliga nya aktier, och fick därmed en ägarandel på 98,4 %. SPTCV ökade sitt ägande ytterligare i februari 2003 och maj 2004 genom liknande köp av nytt aktiekapital. Producciones Aguamarga sålde sin andel på 0,2 % av Ciudad de la Luz SA ([6]) till SPTCV i juli 2004 (för 139 059 euro). Efter det har den regionala regeringen i Valencia ägt 100 % av aktiekapitalet i Ciudad de la Luz SAU genom SPTCV. Ciudad de la Luz SAU har sedan dess varit ett offentligt företag, som har varit helägt av SPTCV och omfattats av offentlig lag om upphandling och ekonomisk tillsyn. Producciones Aguamarga har dock fortsatt att förvalta Ciudad de la Luz.

(18) Filmstudiokomplexet öppnade för filminspelningar i augusti 2005. Anläggningen är utformad för att rymma stora filmproduktioner. Uppförandet inleddes 2002 och har delats upp i tre faser:

— Fas 1 (slutförd): Sex luftkonditionerade inspelningsstudior med en total yta på 11 000 m^2, byggnader för produktionsstöd, 15 050 m^2 verkstäder/lagerlokaler, och två inspelningsområden utomhus (s.k. backlots) på sammanlagt 14 hektar.

— Fas 2 (slutförd efter det att den formella undersökningen inleddes): Cateringanläggningar, en administrationsbyggnad, ett laboratorium för efterarbete och ett tredje inspelningsområde utomhus på 5 hektar med en tank för undervattensfilmning.

— Fas 2B (arbetet har inte inletts): En stor och djup vattentank med naturhorisont.

— Fas 3 (arbetet har inte inletts): en 5 000 m^2 inspelningsstudio (avsedd att bli den största i världen) ytterligare ett inspelningsområde utomhus och fyra tv-studior.

(19) Studiokomplexet omfattar också en högskola med inriktning på audiovisuell produktion (film, tv, radio och internet) där det erbjuds masterutbildningar som täcker alla aspekter av produktionen (konstnärliga, teknisk marknadsföring, kommunikation). De ursprungliga planerna år 2000 omfattade ytterligare investeringar i intilliggande köpcentrum, hotell och en idrottsanläggning

([6]) I och med kapitalöverföringen den 7 oktober 2004 omvandlades Ciudad de la Luz SA till Ciudad de la Luz SAU, ett företag med en enda aktieägare (*sociedad anónima unipersonal*), där hela aktiekapitalet ägdes av SPTCV.

som skulle skapa positiva kassaflöden för projektet, men de har hittills inte genomförts. Den regionala regeringen i Valencia tillhandahöll den mark som behövdes 2004 och inbjudningar att lämna anbud på driften av dessa verksamheter genom koncession gjordes 2005, men anbuden var inte tillräckligt attraktiva och de ytterligare investeringarna har inte följts upp.

(20) Vissa aspekter av den moderna anläggningen vid Ciudad de la Luz innebar att den fick ett stort försprång framför det begränsade antalet konkurrerande stora filmstudior när det gäller kapacitet för högbudgetfilmer. Den inspelningsstudio på 5 000 m^2 som ingick i de ursprungliga planerna för Ciudad de la Luz skulle t.ex. ha varit den största i världen ([7]). Kommissionen konstaterar att stora inspelningsstudior enbart är intressanta för stora filmproduktioner.

(21) Fram till helt nyligen förvaltades studion av Aguamarga Gestión de Estudios SL som fungerade som agent för filmstudion mot en ersättning baserad på ett flerårigt förvaltningskontrakt med aktieägaren.

Offentliga investeringar av SPTCV och Ciudad de la Luz affärsplaner

(22) Innan byggnadsarbetena inleddes 1999–2000 analyserade tredjepartskonsulter genomförbarheten, omfattningen och de strategiska riktlinjerna för utvecklingen av Ciudad de la Luz i fyra studier som Spanien har lämnat in under det formella undersökningsförfarandet.

(23) I dessa studier undersöktes möjligheterna till en ökning av antalet filmproduktioner ([8]) jämfört med alternativa placeringar i regionen Valencia för uppförandet av filmstudior ([9]). Dessutom gjordes en preliminär analys ([10]) och en affärsplan ([11]) för ett filmstudiokomplex. De spanska myndigheterna hade inte överlämnat dessa innan kommissionen fattade sitt beslut att inleda ett formellt undersökningsförfarande om statligt stöd för projektet. Uppgifterna i beslutet att inleda ett förfarande den 22 februari 2008 hämtades från en studie (av Consultia) som hade genomförts 2002, enligt de spanska myndigheternas uppgifter till kommissionen. Efter beslutet om att inleda ett förfarande informerade Spanien dock kommissionen om att studien hade gjorts 2004.

(24) Slutsatserna i den affärsplan för 2000 som togs fram av Arthur Andersen ([12]) var positiva, även i fråga om möjligheterna att gå med vinst på medellång till lång sikt. De positiva kassaflödena för filmstudioprojektet dokumenterades för en femårsperiod (2000–2006) efter det att studiobyggnaderna, en konferenshall och en skola för film- och tv-teknik hade färdigställts.

(25) Byggnadskostnaderna för dessa faser beräknades till 16,9 miljarder pesetas (101,7 miljoner euro). Markkostnaderna ingick inte och i affärsplanen angavs att kostnadsberäkningarna kunde variera med +/- 30 %. Det gjordes inga kostnadsberäkningar för de efterföljande faserna för att slutföra projektet.

(26) På grundval av affärsplanen gjorde eller åtog sig SPTCV att göra investeringar i Ciudad de la Luz genom kapitaltillskott och mark på sammanlagt 104 259 759 euro. Se närmare upplysningar i skäl 53.

(27) Eftersom byggnadsarbetena tog två år längre än väntat och investeringsschemat ändrades för att utökas betydligt, beställde Ciudad de la Luz/SPTCV en ny studie och affärsplan från Consultia ([13]) 2004. Även i Consultias studie drogs positiva slutsatser om projektets lönsamhet. En affärsplan för perioden 2004–2014 visade en positiv avkastning på SPTCV:s investering fram till 2014 och på längre sikt.

(28) Den andel av Ciudad de la Luz SA som ägdes av Producciones Aguamarga SL köptes ut av SPTCV i juli 2004 för 139 059 euro. Till skillnad från SPTCV hade Producciones Aguamarga SL inte gjort några ytterligare investeringar i Ciudad de la Luz SA efter sin ursprungliga investering på 150 000 euro i november 2000. Producciones Aguamarga SL:s andel i Ciudad de la Luz SA hade alltså minskat till 0,2 % när den köptes av SPTCV. Efter denna transaktion blev företaget helt offentligägt och omvandlat till Ciudad de la Luz SAU.

([7]) *Källa:* Artikel i Hollywood Reporter, *Let there be light* – 31 oktober 2006: http://www.hollywoodreporter.com/news/let-be-light-141371

([8]) Bilaga I till Spaniens svar av den 28 april 2008: *La Industria Audiovisual: Continuo crecimiento* [Den audiovisuella industrin: Fortsatt tillväxt] (Estudios e Investigationes Audiovisuales – januari 1999).

([9]) Bilaga IV till Spaniens svar av den 28 april 2008: *Estudio de Alternativas de Ubicación de un Centro de Producción Audiovisual de Alta Tecnología en la Comunidad Valenciana – Executive Summary* [Studie av de alternativa placeringarna av ett centrum för högteknologisk audiovisuell produktion i Valencia] (PriceWaterhouseCoopers – 30 januari 2000).

([10]) Bilaga II till Spaniens svar av den 28 april 2008: *Ciudad Audiovisual de la Comunidad Valenciana – Análisis Preliminar de la Viabilidad del Proyecto* [Audiovisuell stad i Valencia] (Arthur Andersen – odaterad).

([11]) Bilaga III till Spaniens svar av den 28 april 2008: *Plan de negocio y viabilidad de la ciudad audiovisual de la Comunidad Valenciana* [Affärsplan och genomförbarhet för den audiovisuella staden i Valencia] (Arthur Andersen – odaterad).

([12]) Se fotnot 10.

([13]) Bilaga IV till Spaniens svar av den 28 april 2008: *Líneas Estratégicas y Plan de Negocio 2004–2014* [Strategiska linjer och affärsplan 2004–2014] (Consultia IT – 7 maj 2004).

(29) På grundval av den ändrade arbets- och affärsplanen beviljade SPTCV som enda ägare två lån mot säkerhet i eget kapital på 95 miljoner euro 2005 respektive 20 miljoner euro 2007. Ciudad de la Luz SAU:s redovisning fram till och med den 31 december 2010, som de spanska myndigheterna överlämnade i april 2012, visar att SPTCV därefter investerade sammanlagt 45 829 840 euro i konvertibla obligationer mellan 2008 och 2010. Redovisningen visar också att företaget var skyldigt SPTCV ränta på lånen mot säkerhet i eget kapital från 2005 och 2007 på sammanlagt 7 222 160 euro för 2009 och 2010. Dessutom hade obetalda räntor på 1 814 187 euro för de konvertibla obligationerna ackumulerats fram till och med den 31 december 2010. SPTCV:s investeringar med offentliga medel i Ciudad de la Luz, inbegripet utestående ränta på lånen, uppgick alltså till totalt 274 125 946 euro vid utgången av 2010.

Ciudad de la Luz kommersiella strategi och verksamhetsresultat

(30) I sin affärsplan från 2000 hade Ciudad de la Luz som mål att bli det studiokomplex som hade näst störst kapacitet i Europa (efter Pinewood) och locka spanska produktioner (film, tv och reklamfilm) samt sexton utländska (europeiska och amerikanska) filmproduktioner per år. I den reviderade affärsplanen angavs att ett av Ciudad de la Luz strategiska mål borde vara att ha stora film- och tv-produktioner som sina största kunder.

(31) I affärsplanen från 2004 angavs att Ciudad de la Luz främsta internationella konkurrenter var stora studior utanför Förenta staterna, särskilt studior med liknande egenskaper som Ciudad de la Luz, dvs. Pinewood-Shepperton (Förenade kungariket), Cinecittà (Italien), Barrandov (Tjeckien), Babelsberg (Tyskland), Cinecite Montreal & Lions Gate (Kanada) och Warner Roadshow & Fox (Australien).

(32) Enligt den ursprungliga affärsplanen från 2000 skulle avgifterna för studiotjänster (t.ex. hyra av inspelningsområden utomhus och verkstäder) ligga inom det intervall som användes av jämförbara studior i EU (t.ex. Shepperton och Elstree i Förenade kungariket, Babelsberg i Tyskland). Även den reviderade affärsplanen från 2004 innehåller en strategisk prissättningsmodell där det hänvisas till de avgifter som tillämpas av internationellt erkända studior och är ungefär 15–20 % billigare än etablerade ledande studior (Förenta staterna och Pinewood i Förenade kungariket), men 50–100 % dyrare än EU-studior (Barrandov i Tjeckien och Babelsberg i Tyskland).

(33) I praktiken har de nationella och internationella målen för Ciudad de la Luz affärsplan inte förverkligats. Av 33 filminspelningar i Ciudad de la Luz under perioden 2005–2009 var 28 spanska produktioner och endast fem EU-samproduktioner (Grekland och Frankrike). Bortsett från ett fåtal undantag i form av stora europeiska samproduktioner som *Asterix på olympiaden* och nu senast en amerikansk-spansk samproduktion, har de filmer som spelats in på Ciudad de la Luz sedan öppningen i augusti 2005 främst varit spanska nationella produktioner.

(34) Trots de prognoser som gjordes i affärsplanen 2004, enligt vilken anläggningen skulle få sina första (blygsamma) positiva rörelseresultat 2010, har den kommersiella verksamheten vid Ciudad de la Luz hittills gått med förlust. Ciudad de la Luz hade gjort en sammanlagd förlust på 84 miljoner euro vid utgången av 2010, jämfört med prognosen på en vinst på 12 miljoner euro samma datum enligt affärsplanen 2004. Jämfört med ovannämnda studior har Ciudad de la Luz hittills misslyckats med att locka det planerade antalet icke-spanska produktioner och resultaten är sämre än förväntat även för den spanska efterfrågan. Även rörelseförlusten är större än väntat.

Skäl för att inleda förfarandet

(35) Kommissionens undersökning inleddes på grundval av ett klagomål från klagande A och därefter ett klagomål från klagande B 2007. Båda klagande är framträdande aktörer i filmsektorn i olika medlemsstater. De klagande hävdade att det förekom olagligt statligt stöd i den offentliga finansieringen av Ciudad de la Luz, särskilt i det system med filmspecifika incitament som införts av Ciudad de la Luz.

(36) När kommissionen inledde det formella granskningsförfarandet 2008 utgjorde affärsplanen från Consultia, som skulle ha upprättats 2002, den enda grund för investeringsbeslutet som de spanska myndigheterna hade lämnat in. Efter en preliminär bedömning hyste kommissionen allvarliga tvivel på att en investerare på marknaden skulle ha investerat på samma villkor och i samma omfattning som den regionala regeringen i Valencia.

(37) När det gällde stödets eventuella förenlighet med reglerna om statligt stöd, hade kommissionen ingen information som tillät den att avgöra om de villkor för regionalt stöd som var tillämpliga på regionen Valencia vid den tiden (2000–2004) hade uppfyllts. Kommissionen tvivlade

också på att det kulturella undantag som avses i artikel 107.3 d i EUF-fördraget var tillämpligt eftersom Ciudad de la Luz inte främjade kultur eller bevarande av kulturarv, utan kunde användas för alla former av audiovisuella verk, däribland reklamfilmer, och konkurrerade med andra aktörer om kommersiella produktioner.

(38) Kommissionen konstaterade också att det kunde finnas inslag av statligt stöd i incitamentsystemet för filminspelningar vid Ciudad de la Luz och identifierade de berörda filmproducenterna som mottagare. De filmspecifika incitamenten gällde specifika verksamheter vid en specifik plats på grundval av okända kriterier och verkade därför inte uppfylla bestämmelserna i kommissionens meddelande om film.

III. SYNPUNKTER FRÅN BERÖRDA PARTER

(39) Kommissionen har mottagit synpunkter från sammanlagt tio berörda parter. Fyra av dem är verksamma i filmstudioföretag i andra medlemsstater än Spanien (klagande A, klagande B, Barrandov Studio och Mediterranean Film Studios Limited), fem är verksamma inom den spanska filmsektorn (Federación de Asociaciones de Productores Audiovisuales Españoles – FAPAE, Associació de Directors de Cinema Valencians – ADCV, Empreses Audiovisuals Valencianes federades – EAVf, sammanslutningen Productors audiovisuals valencians och Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana – SPTCV SAU), och en var ett nationellt organ för filmfinansiering och filmpolitik (det brittiska filmrådet UK Film Council).

Synpunkter från verksamma filmstudior

(40) I sin konfidentiella inlaga den 25 juni 2008 uttryckte klagande B farhågor om det stöd som används för att utveckla och numera driva Ciudad de la Luz. Klagande B menar att kommissionens åtgärder för att inleda förfarandet är avgörande för deras företag och för sektorn.

(41) I sin konfidentiella inlaga den 30 juni 2008 lämnar klagande A enbart synpunkter på fyra frågor i den fördjupade utredningen: i) Kostnaderna för att finansiera studiorna. ii) Metoden för att finansiera nyetablerade företag. iii) Det slutliga avyttringsvärdet. iv) Andra incitament som Ciudad de la Luz använder. Enligt klagande A skulle ”en privat investerare betrakta även en etablerad och lönsam studioverksamhet som en investering med åtminstone medelhög risk ... eftersom även en studio med tillgångar ... sannolikt är starkt operativt inriktad, vilket gör det svårt att förutse lönsamheten. Dessutom ökar osäkerheten ytterligare på grund av faktorer som konjunktursvängningar i filmproduktionssektorn.”

(42) Enligt klagande A kan en viktad genomsnittlig kapitalkostnad på cirka 15 % vara lämplig för en etablerad studioverksamhet, även om ”[klagande A:s] privata investerare förväntade sig en högre avkastning än så”. En privat investerare skulle betrakta en nyetablerad studioverksamhet som ”en investering med medelhög till hög risk och skulle därför förvänta sig avsevärt mycket högre avkastning på en sådan investering (även om en viss ledtid fram till lönsamhet skulle godtas). Eftersom nyetablerade företag oftast har begränsade (eller inga) möjligheter att ta lån från konventionella källor brukar den viktade genomsnittliga kapitalkostnaden öka både på grund av kraven på högre avkastning och av bristen på lån till låga kostnader.”

(43) När det gäller det slutliga avyttringsvärdet på Ciudad de la Luz enligt beslutet om att inleda ett förfarande anser klagande A att det är orealistiskt. Vidare hävdar klagande A att en privat investerare i allmänhet skulle anse att det vore underligt att betrakta en vinstmultipel före ränta och skatt på över 12–15 som en god proxyvariabel för värderingen.

(44) När det slutligen gäller incitamenten för att locka produktioner hävdade klagande A att de verkar ha fungerat som subventioner av filmproduktionsbolagens kostnader för att ta in kvalificerad teknisk personal och stödpersonal, som det påstås vara brist på i Valencia. Klagande A anser att incitamenten allvarligt skadar konkurrensen eftersom studiorna har fått det svårare att locka filmproduktioner utan sådana incitament.

(45) I sin första inlaga den 25 juni 2008 betonade Barrandov Studio att det påstådda stödet snedvrider den berörda marknaden och är till nackdel för andra konkurrenter. De begärde ytterligare tid för att lämna in fler synpunkter, eftersom ärendet var komplicerat. Dessa synpunkter lämnades in till kommissionen den 15 september 2008. Barrandov Studio håller med om de skäl till klagomålet som klagande A lägger fram och betonar att inspelningsstudiornas storlek och antal visar att Ciudad de la Luz är inriktat på amerikanska filmer med stor budget i stället

för spanska filmer. Den låga andelen yrkesverksamma inom filmindustrin och infrastrukturen i Alicante jämfört med Madrid och Barcelona pekar på att detta inte är en logisk placering. Strategiskt sett skulle en investerare i studioverksamheten dela upp sina kunder i lokala kunder som ger stabila inkomster och utländska kunder med inriktning på stora utländska produktioner. Ciudad de la Luz har en motsatt strategi som baseras på tillhandahållande av studiotjänster till extremt låga priser utan hänsyn till etableringskostnaderna. Eftersom det är så svårt att förutse intäkterna på mer än 3–5 års sikt inom industrin skulle en privat investerare dessutom ha krävt en mycket snabbare avkastning. Barrandov menar att detta påstående bekräftas av en konfidentiell affärsplan som illustrerar företagets investering nyligen i nya studior och som genomfördes på grundval av ett antagande om att verksamheten skulle bli lönsam från och med det andra verksamhetsåret och att investeringen skulle betala sig på mindre än åtta år. Barrandov ser inte heller någon rationell förklaring till den vinst (341 miljoner euro) som de spanska myndigheterna väntar sig 2014.

(46) I sina synpunkter av den 27 juni 2008 kommenterar Mediterranean Film Studios Limited enbart de vattentankar som Ciudad de la Luz informerat om. De hävdar att deras egna vattentankar är unika i Europa och bara går att jämföra med Fox vattentankar i Baja California (Mexiko). Med tanke på den låga uthyrningsgraden av deras egna tankar hävdar Mediterranean Film Studios att både de och industrin som helhet anser att det redan finns tillräckligt med kapacitet för undervattensfilmning i Medelhavsområdet och i Europa.

Synpunkter från parter som är verksamma inom den spanska filmsektorn

(47) I sina synpunkter av den 30 juni 2008 anser Federación de Asociaciones de Productores Audiovisuales Españoles (FAPAE) att Ciudad de la Luz har skapat ökad konkurrens på marknaden för stora produktionsanläggningar och att de klagande bara vill upprätthålla sin ställning på marknaden och hindra nya konkurrenter som erbjuder trovärdiga alternativa tjänster och priser jämfört med deras egna studior, som dominerar den europeiska marknaden. FAPAE hävdar också att studior som Barrandov, Cinecittà, Babelsberg och Mafilms har byggt upp sin ställning på marknaden och sitt anseende med hjälp av offentligt stöd i olika former, bland annat genom offentligt ägande av aktiekapital. Mer generellt betonar FAPAE att det är motiverat med ett stort offentligt ingripande i industrin för att upprätthålla den kulturella mångfalden. Framför allt sägs Ciudad de la Luz ge den spanska produktionsindustrin tillgång till sofistikerade och toppmoderna tjänster i Spanien som annars skulle behöva inhandlas utomlands till högre kostnader. Vad gäller påståendet om att Ciudad de la Luz är inriktad på superproduktioner hävdar FAPAE att Ciudad de la Luz är till stor nytta för spanska lågbudgetproduktioner och fokuserar på nationell eller lokal kultur och därför bidrar till de kulturmål som anges i f.d. artikel 87.3 d (numera artikel 107.3 d). Synpunkterna från Empreses audiovisuals valencianes federades (EAVf) av den 21 maj 2008 och synpunkterna från Productors Audiovisuals Valencians (PAV) av den 16 maj 2008 återspeglar till stor del, ibland ordagrant, synpunkterna från FAPAE.

(48) I sina synpunkter av den 5 juni 2008 framhåller Associació de Directors de Cinema Valencians att den amerikanska filmindustrins dominans marginaliserar europeiska produktioner genom en rad olika påstådda otillbörliga metoder. De anser att det krävs korrigerande åtgärder för att europeiska kulturella verk ska kunna konkurrera på rättvisa villkor. Denna sammanslutning hävdar att de offentliga insatserna i Ciudad de la Luz är avgörande i detta avseende och främjar europeiska, spanska och lokala produktioner i Valencia och syftar till att försvara deras kulturella identitet.

(49) Synpunkterna från Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU (ägare till 100 % av Ciudad de la Luz SAU, som i sin tur ägs av Comunidad Valenciana) av den 23 juni 2008 återger i princip samma argument och hänvisar till de bevis som Spanien har lagt fram. I deras synpunkter betonas bl.a. följande aspekter särskilt. För det första finansierades projektet delvis av en privat investerare när det inleddes 2000 på grundval av de tillgängliga studierna, vilket visar att de offentliga myndigheternas investering var förenlig med resonemanget hos en privat investerare. Båda studierna från 2000 och 2004 visade utan förbehåll att projektet var lönsamt. För det andra är de incitament som erbjuds särskilda filmer kommersiellt motiverade för ett nytt företag och de beviljas som ett ”sponsoravtal” i utbyte mot säljfrämjande verksamheter som förhöjer studiornas anseende och samtidigt skapar reklamkostnader för mottagarna. I en undersökning som gjordes av detta system beräknas den ekonomiska avkastningen på sponsoravtalen för Ciudad de la Luz uppgå till […] (*) miljoner euro.

(*) Konfidentiella uppgifter anges i beslutstexten med […].

Synpunkter från nationella filmfinansieringsorgan

(50) Det brittiska filmrådet UK Film Council hävdar i sin skrivelse av den 25 juni 2008 att det finns fog för beslutet om att inleda det formella granskningsförfarandet.

IV. SYNPUNKTER FRÅN SPANIEN

(51) Efter det att det formella granskningsförfarandet hade inletts avslöjade de spanska myndigheterna att det ursprungliga investeringsbeslutet baserades på en affärsplan som togs fram 2000 och inte på den plan som de tidigare hade lämnat in. Den planen ingick i en undersökning som gjordes 2004, inte 2002 som de spanska myndigheterna tidigare hade meddelat kommissionen.

(52) När undersökningen gjordes 2004, hade mer än 90 miljoner euro redan investerats i projektet. Därför hävdar de spanska myndigheterna att det fattades två investeringsbeslut: Ett från 2000 för projektets första fas och ett från 2004 för den planerade utvidgningen.

(53) Tidplanen för investeringar i Ciudad de la Luz enligt de spanska myndigheternas senaste uppdatering i april 2012 såg ut som följer:

Datum	Beskrivning	Offentlig investering (euro)
24 oktober 2000	Regionen Valencia beslutar att utveckla Ciudad de la Luz	—
2 november 2000	Ciudad de la Luz bildas (75 % ägt av Parque Temático de Alicante SAU, 25 % ägt av Producciones Aguamarga SL)	450 000 [75 % av 600 000]
21 november 2001	Parque Temático de Alicante SAU gör en ensidig investering i ett kapitaltillskott på 9 miljoner euro i Ciudad de la Luz SA (och ökar sitt ägande till 98,4 %)	9 000 000
6 februari 2003	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU [1] gör en ensidig investering i ett kapitaltillskott på 30 miljoner euro i Ciudad de la Luz SA (och ökar sitt ägande till 99,6 %)	30 000 000
4 maj 2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU gör en ensidig investering i ett kapitaltillskott på 54 870 660 miljoner euro i Ciudad de la Luz SA (och ökar sitt ägande till 99,8 %)	54 870 660
23 juli 2004	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU förvärvar den andel på 0,2 % av Ciudad de la Luz SA som ägs av Producciones Aguamarga SL (med ett nominellt värde av 150 000 euro) för 139 059 euro (och ökar sitt ägande i Ciudad de la Luz SA till 100 %)	139 059
9 mars 2005	Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU överlåter marken som studiorna har byggts på till Ciudad de la Luz SA, vilket motsvarar ett kapitaltillskott på 9 800 040 euro (även om marken hade värderats till 1 030 856 euro i redovisningen för Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana SAU). Före detta datum hade projektet redan fått tillstånd av regeringen i Valencia att uppföra studiorna på platsen.	9 800 040
Sommaren 2005	Ciudad de la Luz SA inleder sin verksamhet som filmstudio	—
28 april 2005	Lån mot säkerhet i eget kapital på 95 miljoner euro	95 000 000
26 december 2007	Lån mot säkerhet i eget kapital på 20 miljoner euro	20 000 000
30 juni 2008	Konvertibla obligationer emitteras med option på att konvertera obligationerna till aktier före den 31 december 2008	10 000 000

Datum	Beskrivning	Offentlig investering (euro)
2 januari 2009	Konvertibla obligationer emitteras med option på att konvertera obligationerna till aktier före den 30 juni 2009	10 000 000
17 mars 2009	Tillstånd ges för emittering av konvertibla obligationer upp till 30 miljoner euro med option på att konvertera obligationerna till aktier före den 30 december 2009	25 829 840
31 december 2010	Obetald ränta på lån mot säkerhet i eget kapital 2009 och 2010	7 222 160
31 december 2010	Obetald ränta på icke-konverterade obligationer 2009 och 2010	1 814 187
	Summa	274 125 946

([1]) Kallades tidigare Sociedad Parque Temático de Alicante, SAU.

(54) De spanska myndigheterna inriktade sina svar på att försöka visa att investeringen inte är statligt stöd eftersom en investerare på marknaden skulle ha investerat i projektet på samma villkor (enligt principen om en investerare i en marknadsekonomi). De har lämnat rapporter från ekonomikonsulten LECG till stöd för detta.

(55) Även om kommissionen ansåg att åtminstone en del av investeringen var statligt stöd, hävdade Spanien att alla filmer som spelats in vid Ciudad de la Luz uppfyllde de kulturella kriterierna för Valencias filmincitament, som godkändes av kommissionen i april 2008, december 2008 och juli 2009 ([14]). Enligt Spanien kan det kulturundantag som anges i artikel 107.3 d i EUF-fördraget tillämpas på investeringsstöd i tidigare eller senare led i filmproduktionen.

(56) Spanien konstaterar också att eventuellt stöd i den offentliga finansieringen av Ciudad de la Luz och i de incitament som erbjuds till filmer bör betraktas mot bakgrund av de snedvridande effekterna av de nationella filmstödordningar som kommissionen har godkänt i andra medlemsstater och som lockar stora filmproduktioner till konkurrenter till Ciudad de la Luz ([15]).

(57) Spanien hävdar också att de riktlinjer för regionalt stöd som var tillämpliga vid den tidpunkten (1998) skulle ha medgett en stödnivå på 36 % för investeringsprojektet. De ytterligare villkor som infördes senare i 2002 års sektorsövergripande rambestämmelser för stora investeringsprojekt med en marknadsandel på mindre än 25 % och en kapacitetsökning på 5 % på marknaden skulle också vara uppfyllda.

(58) Spanien överlämnade en andra LECG-rapport som innehöll kritik av den analys av 2004 års affärsplan som kommissionens avdelningar gjort. LECG kritiserade kommissionens analys och gav alternativa värden för uppgifterna och riskfaktorerna och lämnade också efterhandsvärderingar av den mark som Ciudad de la Luz hade uppförts på.

(59) Kommissionens avdelningar gjorde en andra ekonomisk analys av 2000 års affärsplan och de efterhandsvärderingar av marken som Spanien överlämnat. På kommissionens begäran gjorde dessutom oberoende konsult en fristående ekonomisk bedömning enligt principen om en privat investerare i en marknadsekonomi. Den oberoende rapporten översändes till de spanska myndigheterna den 30 september 2011.

(60) De spanska myndigheterna upprepade de åsikter de hade framfört i sina synpunkter på beslutet om att inleda förfarandet, nämligen att möjligheterna till lönsamhet i Ciudad de la Luz skulle jämföras med anläggningens största konkurrenter inom EU i filmstudiobranschen (t.ex. Babelsberg och Pinewood) och inte, som Ecorys ([16]) gör, med diversifierade amerikanska audiovisuella konglomerat (Time Warner, Disney) ([17]). De spanska myndigheterna vidhåller att denna jämförelse bör utgå från offentligt tillgänglig information (t.ex. Bloomberg) från och

([14]) Beslut om statligt stöd N379/07 (2 april 2008), N309/08 (15 december 2008) och N108/09 (30 juli 2009).

([15]) Det nationella stödet kan vara upp till 24 % av produktionskostnaderna i Förenade kungariket och 20 % i Tyskland. Kommissionen tar upp bidragstävlingen mellan nationella filmstödordningar för att locka investeringar i landet från stora filmproduktioner i sin översyn av meddelandet om film.

([16]) Det ekonomiska konsultföretaget Ecorys gjorde en oberoende undersökning av detta ärende. Se närmare detaljer i avsnitt V.

([17]) Ecorys tar emellertid också med den europeiska studion Babelsberg i sitt riktmärke, tillsammans med de andra globala företagen.

med tidpunkten för deras investeringsbeslut (dvs. 2000 och 2004, inte 2008). Slutligen hävdar de också att ett antal missförstånd eller tekniska brister innebär att slutsatserna i Ecorys undersökning inte är giltiga ([18]). De spanska myndigheterna hävdade att om dessa brister rättades till och jämförelsen med konkurrenterna gjordes korrekt, skulle utsikterna till lönsamhet i investeringsbeslutet utifrån de belägg som fanns tillgängliga vid den tidpunkten uppfylla principen om en privat investerare i en marknadsekonomi.

V. **BEDÖMNING AV STÖDET**

(61) Enligt artikel 107.1 i EUF-fördraget är ”stöd som ges av en medlemsstat eller med hjälp av statliga medel, av vilket slag det än är, som snedvrider eller hotar att snedvrida konkurrensen genom att gynna vissa företag eller viss produktion, oförenligt med den inre marknaden i den utsträckning det påverkar handeln mellan medlemsstaterna”. För att betraktas som statligt stöd måste följande kumulativa villkor vara uppfyllda: 1) åtgärden ska beviljas med statliga resurser, 2) den ska ge företag en ekonomisk fördel, 3) fördelen ska vara selektiv och snedvrida eller hota att snedvrida konkurrensen, 4) åtgärden ska påverka handeln inom gemenskapen.

Ekonomisk fördel

(62) Som påpekas ovan har de spanska myndigheterna hävdat att åtgärden inte är statligt stöd eftersom den följer principen om en privat investerare i en marknadsekonomi. Enligt denna princip görs det en prövning av huruvida en investerare på marknaden skulle ha investerat i projektet på samma villkor som den offentliga investeraren vid den tidpunkt då beslutet om den offentliga investeringen fattades. I detta sammanhang är det relevant att projektet från början hade en privat investerare ([19]) och att de spanska myndigheterna hade beställt flera undersökningar som visade att projektet skulle ge ett positivt kassaflöde (se skäl 22).

(63) Som påpekas i skäl 17 fanns det när det gäller Ciudad de la Luz till en början en privat investerare (förvaltningsföretaget) som ägde 25 % av projektet (dvs. 150 000 euro av det ursprungliga aktiekapitalet på 600 000 euro). Denna privata investerare drog sig dock ur innan den hade satsat några ytterligare medel själv (företaget köptes ut av SPTCV 2004). Därefter har ingen annan privat investerare investerat i projektet.

(64) Det faktum att den enda tillgängliga privata investeraren endast bidrog med ett marginellt belopp och sedan drog sig ur vid den tidpunkt då den största delen av investeringen skulle göras måste betraktas som prima facie-bevis på att en privat investerare inte skulle ha genomfört ett sådant projekt på de villkor som gällde vid den tidpunkten. Dessutom befann sig denna privata investerare i en mycket specifik situation (som inte var i linje med den investerare på marknaden som avses i rättspraxis) eftersom den också var ansvarig för att inleda projektet, övervaka byggnadsarbete och förvalta och marknadsföra studiorna mot en förvaltningsavgift. Detta betyder att den ursprungliga investeringen kunde vara rationell av andra skäl än enbart lönsamheten.

(65) I avsaknad av en privat investerare baserade den regionala myndigheten sitt investeringsbeslut på resultatet av konsulternas undersökningar. Men att det finns sådana undersökningar är i sig inte tillräckligt för att principen om en privat investerare i en marknadsekonomi ska vara uppfylld. Innan en privat investerare åtar sig att göra en investering i den skala som krävdes för Ciudad de la Luz förväntar man sig att investeraren noggrant granskar affärsplanen och de antaganden som ligger till grund för undersökningarna. En privat investerare måste själv avgöra om de antaganden som används för att motivera affärsplanen är lämpliga i just detta fall. Vidare kan en privat investerare förväntas jämföra den förväntade avkastningen från Ciudad de la Luz-projektet med den förväntade avkastningen från alternativa projekt. Någon sådan analys hade inte gjorts vid den tidpunkten. Det gick inte ens att göra någon sådan jämförelse på grundval av de förväntade positiva kassaflöden som angavs i dessa studier.

(66) Vid en utredning av statligt stöd måste kommissionen enligt rättspraxis göra sin egen bedömning av sakförhållandena ([20]). Giltigheten i de rapporter som utarbetades vid tidpunkten för transaktionen måste därför bedömas.

(67) Med tanke på de rapporter som de spanska myndigheterna har lämnat in sedan beslutet om att inleda ett förfarande antogs, verkar det som om två investeringsbeslut för projektet har fattats. Det första togs 2000 på grundval av Arthur Andersens affärsplan 2000 (omfattade investeringar under perioden 2002–2006). Consultia-rapporten beställdes 2004, eventuellt för att undersöka om det var lämpligt att investera mer i projektet

([18]) *Estudio relativo a la aplicación del principio del inversor privado en una economía de mercado a la inversión pública en Ciudad de la Luz – Informe final* [Undersökning av tillämpningen av principen om en privat investerare i en marknadsekonomi på den offentliga investeringen i Ciudad de la Luz – slutrapport] (Ecorys – 19 juli 2011).

([19]) I sitt beslut om Citynet Amsterdam ansåg kommissionen t.ex. att principen om en privat investerare i en marknadsekonomi följdes eftersom den offentliga investeraren gjorde sin investering på villkor som var jämförbara med projektets privata investerare. Beslut av den 11 december 2007, C 53/2006.

([20]) I Valmontmålet ansåg tribunalen att kommissionen inte borde ha förlitat sig enbart på att det fanns en bedömning av en oberoende expert för att avgöra om en försäljning av mark innefattade statligt stöd. Tribunalen menade att kommissionen också borde ha undersökt bedömningens bevisvärde, vilket tribunalen därefter själv gjorde (mål T-274/01). I Hamsamålet (mål C-316/02) och Lenzingmålet (mål C-525/04) erkände EU-domstolen att kommissionen hade ett visst utrymme för egna bedömningar när det gällde ekonomiska frågor, men att den ”måste pröva huruvida de bevis som har åberopats är materiellt riktiga, tillförlitliga och samstämmiga…”.

(rapporten omfattar faktiska investeringar 2002–2004 och prognostiserade investeringar 2004–2014). Bedömningen av principen om en privat investerare i en marknadsekonomi måste alltså gälla båda investeringsbesluten.

(68) Kommissionen har bedömt huruvida en hypotetisk privat investerare skulle ha investerat i projektet om att bilda företaget Ciudad de la Luz. Enligt principen om en privat investerare i en marknadsekonomi ska investeringen betraktas som statligt stöd om statens förväntade ersättning är lägre än vad en privat investerare skulle ha krävt för just det projektet.

(69) För att finansiera ett projekt måste investerare investera ett visst kapital. Detta kapital har en kostnad, kapitalkostnaden. Normalt finns det två huvudkällor till kapital: Eget kapital och (finansiellt) skuldkapital. Kapitalkostnaden är den viktade genomsnittliga kapitalkostnaden med hänsyn till andelen eget kapital och andelen skuldkapital. Kostnaden för skuldkapital och kostnaden för eget kapital är förväntade kostnader och inte historiska kostnader. När det gäller Ciudad de la Luz förutsågs det i affärsplanen att projektet helt och hållet skulle finansieras med eget kapital. Den sammanlagda kapitalkostnaden är alltså det egna kapitalet.

(70) En privat investerare skulle ha varit villig att investera i Ciudad de la Luz om den förväntade internräntan ([21]) var högre än eller lika med alternativkostnaden för eget kapital ([22]) (dvs. en avkastning som investeraren skulle ha fått i ett liknande projekt).

(71) Kommissionen har kalibrerat prissättningsmodellen för kapitaltillgångar för att få fram kostnaden för eget kapital. Kostnaden för eget kapital avspeglar investeringens alternativkostnad för ägare i företag eller projekt med samma (eller liknande) affärsrisk och finansiella risk som det företag eller projekt som är under övervägande. Enligt prissättningsmodellen för kapitaltillgångar (CAPM) ska kostnaden för eget kapital K_e beräknas med följande formel:

$$K_e = R_f + ß(R_m - R_f)$$

där R_f är den riskfria räntan, $(R_m - R_f)$ är marknadsriskpremien och ß är ”betavärdet”, ett mått på den systematiska (icke diversifierbara) risk som är förknippad med aktierna i Ciudad de la Luz, vilken avspeglar både affärsrisken och den finansiella risken.

(72) När det gäller den riskfria räntan R_f, används enligt marknadspraxis ([23]) den långa (normalt tio år) räntan på statsobligationer i verksamhetslandet (vilket anses vara den investering som innebär lägst risk). Den genomsnittliga årliga räntan på tioåriga statsobligationer i Spanien var 4,1 % 2004 ([24]). Som marknadsriskpremie bör man använda den historiska marknadsriskpremien över en rimligt lång tidsperiod. Gängse marknadspraxis är att ta skillnaden mellan den historiska avkastningen på ett diversifierat kapitalindex i verksamhetslandet och den riskfria räntan. Enligt Fernández (2004) ([25]) var den historiska marknadsriskpremien 6,8 %–9,3 % jämfört med spanska statsobligationer (under perioden 1991–2003). Kommissionen gjorde en försiktig uppskattning av marknadsriskpremien och använde den lägre delen av detta intervall, dvs. 6,8 %. I en efterföljande och nyare publikation av samma författare ([26]) bekräftas giltigheten i detta värde. Där anges att den kapitalpremie som krävdes under perioden 2000–2004 låg inom intervallet 6–7 %.

(73) Vid beräkningen av betavärdet använde kommissionen offentligt tillgänglig information om företag som de spanska myndigheterna har identifierat som direkta konkurrenter till Ciudad de la Luz, dvs. Carrere Group ([27]) och Babelsberg. Dessa siffror rapporterades av finansiella analytiker som har gjort en ingående analys av de båda företagen. Ett genomsnitt av de båda betavärdena, justerade för att motsvara den finansiella riskprofilen för Ciudad de la Luz, ger ett värde på cirka 1,5. Detta är ett

([21]) Per definition motsvarar internräntan den diskonteringsränta som innebär att investeringens nettonuvärde blir lika med noll.

([22]) Brealey och Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*, sjätte utgåvan (kapitel 5, s. 100).

([23]) Se t.ex. Brealey och Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*, sjätte utgåvan (kapitel 8, s. 100).

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

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

([26]) Pablo Fernández (2009), *The equity premium in 150 textbooks*, rapport, IESE Business School.

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

försiktigt förhållningssätt, eftersom investeringen i Ciudad de la Luz sannolikt kommer att medföra en högre idiosynkratisk risk än de båda andra etablerade studiorna. Ciudad de la Luz är en investering på en ny marknad i en region som varken har spanska eller internationella filmproducenter. Betavärdet för Ciudad de la Luz är sannolikt högre än konkurrenternas.

(74) Med hjälp av formeln ovan (se skäl 71) beräknade kommissionen att den förväntade kostnaden för eget kapital borde vara ungefär 14,9 %.

(75) Som jämförelse hävdade Spanien, vilket diskuteras i bilaga I, att tillämpningen av prissättningsmodellen för kapitaltillgångar skulle visa att en privat investerare ”skulle kräva” en riskpremie, inte en avkastning, på 3,75 % 2000 och 2,07 % 2004. Denna beräkning baseras på ett betavärde på ß = 0,395. Ett betavärde på 1 motsvarar en portfölj av alla aktier, dvs. ”genomsnittsaktien”. Ett betavärde som ligger betydligt under 1 skulle alltså innebära en investering med särskilt låg risk. Spanien motiverade inte detta antagande och backade inte upp det med några hårda och kontrollerbara uppgifter.

(76) Som anges ovan (se skäl 70) skulle en privat investerare endast investera i ett projekt med en internränta som var högre än alternativkostnaden för eget kapital. Kommissionen konstaterar att 2000 års affärsplan endast innehöll en ingående utvärdering av projektets inledande faser. Kommissionens analys (se bilaga II) resulterade i ett negativt nettonuvärde baserat på 2000 års affärsplan och med de kassaflöden som presenterades i affärsplanen utan justering. En privat investerare skulle inte ha investerat i projektet på denna grund.

(77) Även vid beräkningen av internräntan har kommissionen intagit en försiktig hållning och godtagit antagandena i affärsplanen, särskilt de kassaflöden som förutses för det föreslagna projektet. Det bör dock påpekas att de kassaflöden som förväntas enligt 2004 års affärsplan verkar vara orimligt optimistiska, särskilt med hänsyn till företagets förluster 2002–2004 ([28]). Mot bakgrund av den information som kommissionen förfogar över kan man därför anta att de förväntade kassaflöden som presenteras i 2004 års affärsplan utgör en övre gräns ([29]). Strömmen av kassaflöden avgör den förväntade avkastningen. Kommissionen godtar också den förväntade avkastningen från Ciudad de la Luz, men justerar finansieringskostnaden. Detta skulle varje rationell privat investerare ha gjort.

(78) På grundval av den affärsplan som Ciudad de la Luz lade fram 2004 är projektets internränta 5,74 % (se bilaga I). En privat investerare i Ciudad de la Luz som har en alternativkostnad för kapital på minst 14 % (enligt beräkningen ovan, se skäl 73), skulle inte ha gjort denna investering eftersom internräntan är lägre än alternativkostnaden för kapital.

(79) Vidare har kommissionen beräknat nettonuvärdet för investeringen i Ciudad de la Luz för att får en uppfattning om hur mycket projektet skulle vara värt för den privata investeraren. Syftet med alla investeringsbeslut är att hitta verkliga tillgångar som är värda mer än de kostar, dvs. investeringar vars förväntade avkastning är högre än alternativkostnaden för kapital. Om så inte är fallet, som för Ciudad de la Luz, är projektets värde negativt och investeringen är alltså inte lönsam för en rationell privat investerare. Nettonuvärdet för ett projekt är ett mått på vad investeringen är värd när ett beslut fattas. Det beräknas genom diskontering av den prognostiserade strömmen av kassaflöden i affärsplanen med hjälp av diskonteringsfaktorn, dvs. kapitalkostnaden. Intuitionen säger att ju högre kapitalkostnad desto lägre nettonuvärde.

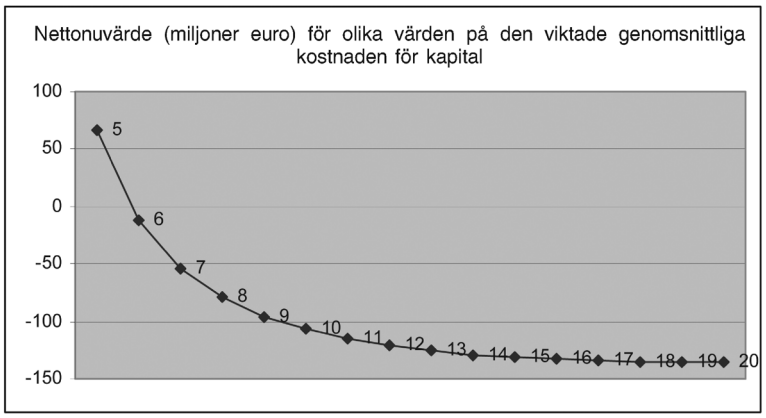
(80) För Ciudad de la Luz blir, med en alternativkostnad för kapital på 14 % och de kassaflöden som anges i Consultias affärsplan från 2004 (som kommissionen godtar, se

([28]) *Källa:* ORBIS Company Report.

([29]) I den oberoende Ecorys-rapporten går man längre och behandlar också antagandena i affärsplanen och kritiserar flera av dem. I rapporten påpekas t.ex. att ”valet av placeringen är inte strategiskt uppenbart eftersom det inte kunde identifieras några synergieffekter med omkringliggande filmindustri. Det finns dessutom andra områden i Spanien med liknande geografiska omgivningar som ligger närmare det befintliga filmklustret” (s. 30). Vidare: ”Notera att det inte kommer att finnas några lokalt utbildade och examinerade resurser tillgängliga lokalt, särskilt under studions och skolans första verksamhetsår. En försiktig privat investerare skulle därför sannolikt ha föredragit en annan placering för en liknande filmstudio” (s. 31). När det gäller investeringen 2004 påpekas följande: ”Det kan ifrågasättas om en privat investerare skulle välja att bygga en nyetablerad filmstudio i ett område där det inte fanns några lämpliga mänskliga resurser att tillgå under studions och skolans första verksamhetsår” (s. 39).

skäl 76), investeringens nettonuvärde ungefär 130 miljoner euro (se bilagan). Denna investeringsmöjlighet är alltså inte värd priset för en privat investerare.

(81) Kommissionen har också gjort en stabilitetskontroll som visar att resultat är mycket tillförlitligt. Över en skälig nivå påverkas resultatet knappt av värdet på alternativkostnaden för kapital enligt kommissionens uppskattning. Större förändringar i de parametrar som kommissionen har justerat vid beräkningen av kapitalkostnaden förändrar alltså inte resultatet. I diagrammet nedan visas de ungefärliga värdena för nettonuvärdet jämfört med olika värden för kapitalkostnaden (viktad genomsnittlig kapitalkostnad) från 5 % till 20 %. Diagrammet visar att nettonuvärdet blir negativt för en viktad genomsnittlig kapitalkostnad på mellan 5 % och 6 %. Om kapitalkostnaden är högre än 6 % skulle en privat investerare alltså inte gå in i projektet. Dessutom påverkas nettonuvärdet i stort sett inte alls när värdena för den viktade genomsnittliga kapitalkostnaden ligger över 10 %. Kommissionen har beräknat en viktad genomsnittlig kapitalkostnad på cirka 14 %, dvs. i ett intervall där man med stor säkerhet kan konstatera att projektet inte är lönsamt.



(82) Som svar på kommissionens bedömning och med stöd av en rapport från en konsultbyrå ([30]), hävdade de spanska myndigheterna att kommissionens bedömning var bristfällig. För det första ifrågasatte konsultbyrån de parametervärden som kommissionen hade använt, även om den ansåg att det var korrekt att använda prissättningsmodellen för kapitaltillgångar. Framför allt borde premien för eget kapital och betavärdena ha varit lägre. För det andra borde kommissionen för att fastställa ett relevant riktvärde inte enbart ha använt Consultia IT:s affärsplan utan även Arthur Andersens affärsplan från 2000. För det tredje hade kommissionen inte använt lämpliga finansiella nyckeltal för att beräkna Ciudad de la Luz-projektets lönsamhet. Slutligen hade kommissionen inte tagit hänsyn till de förväntade vinsterna från utvecklingen av hotell och kontorslokaler.

(83) Kommissionen avvisade dessa argument. När det gäller premien för eget kapital förklaras det förhållandevis ingående i bilaga II varför värdena i de intervall som Spanien föreslår inte kan vara giltiga. Framför allt var de värden som föreslås för premien uppskattade värden för 2009 och inte dem som gällde 2000 och 2004. De parametrar som ska användas i beräkningen enligt prissättningsmodellen för kapitaltillgångar bör vara dem som gällde när beslutet om affären fattades. Den författare som de spanska myndigheterna citerar använder själv beräkningar som är i linje med kommissionens bedömning för den berörda perioden. I bilaga II förklaras också varför de spanska myndigheternas krav på att lägre betavärden ska användas är felaktiga. Kommissionen använder värden från offentliga undersökningar med beräkningar av betavärden för nära konkurrenter till Ciudad de la Luz. De spanska myndigheternas förslag om att historiska betavärden ska användas avvisas av finansiella experter.

(84) Som svar på de spanska myndigheternas begäran om att hänsyn ska tas till affärsplanen från 2000, innehåller bilaga II en sådan beräkning. Där framgår att den viktiga genomsnittliga kapitalkostnaden skulle bli ännu högre än under 2004, på grund av en högre riskpremie och en högre riskfri ränta. Även denna beräkning leder till ett negativt nettonuvärde. När det slutligen gäller möjliga intäkter från hotell och kontorslokaler baseras de spanska myndigheternas påstående på nya belägg, nämligen sex markvärderingsrapporter som upprättats i efterhand. Dessa belägg ingick inte i den information som var tillgänglig för en potentiell investerare vid tidpunkten i fråga. I Andersenrapporten nämns visserligen möjligheten att utveckla ett hotellkomplex, men där finns ingen information om förväntad lönsamhet och det upprättades ingen affärsplan för markutveckling. I bilaga II behandlas dock de föreslagna efterhandsrapporterna om markutveckling ingående. De innehåller allvarliga brister. De priser som föreslås som riktmärken för kontorslokaler i Ciudad de la Luz-komplexet är t.ex. dem som gäller de mest prestigefyllda företagsgatorna i Alicante. Eftersom

([30]) Hänvisning till den andra LECG-rapporten.

Ciudad de la Luz-komplexet ligger utanför staden Alicante, bredvid ett industriområde, är dessa priser alldeles för höga. På liknande sätt baseras riktpriserna för hotell på fyr- eller femstjärniga hotell. Det finns ingen indikation på att det skulle finnas en tillräckligt stor efterfrågan på sådana hotell utanför Alicante (nära en stor väg och ett industriområde).

(85) Utöver sin egen interna bedömning beställde kommissionen också en oberoende undersökning av huruvida en privat investerare skulle ha investerat i Ciudad de la Luz på samma villkor ([31]). Ecorysrapporten behandlar olika scenarier där kostnaden för eget kapital beräknas till mellan 12,5 % och 21,4 % för investeringen 2000 och mellan 10,9 % och 15,9 % för den nya investeringen 2004. Resultatet av kommissionens undersökning ligger alltså inom det intervall som Ecorys räknat fram. Den internränta som räknats fram på grundval av affärsplanen ligger däremot långt under den lägsta kostnaden för eget kapital enligt Ecorys beräkning.

(86) Ecorys övergripande slutsats är därför att det inte är sannolikt att investeringarna 2000 och 2004 var förenliga med beteendet hos en försiktig privat investerare i en marknadsekonomi. När det gäller investeringsplanen 2000 konstaterar Ecorys att den rekonstruerade nyttokalkylen visar ett negativt nettonuvärde på 9,3 miljarder spanska pesetas. En investering på aktiemarknaden skulle ha varit betydligt intressantare för en försiktig investerare på marknaden. När det gäller investeringen 2004 konstaterar Ecorys att ”en försiktig investerare på marknaden med största sannolikhet inte skulle ha beslutat att slutföra CDL-projektet i sin helhet, men kunde ha valt att driva de sex inspelningsstudior som man redan investerat i, eller lägga ned projektet och ta förlusten” ([32]). Slutligen anser Ecorys att en privat långivare inte skulle ha beviljat ett lån mot säkerhet i eget kapital eller någon annan skuld till projektet eftersom projektets kassaflöde inte räckte till några skuldbetalningar.

(87) Kommissionen konstaterar därför att varken investeringarna i Ciudad de la Luz 2000–2004 eller de efterföljande investeringarna uppfyller principen om en privat investerare i en marknadsekonomi och alltså ger företaget Ciudad de la Luz SAU en fördel. En privat investerare i en marknadsekonomi skulle alltså inte ha investerat 2000 och inte ha åtagit sig att investera i projektet på grundval av 2004 års affärsplan.

(88) Därför anser kommissionen att den ekonomiska fördelen utgörs av investeringens hela värde. De lån som SPTCV beviljade Ciudad de la Luz var förlagslån, vilket innebär att de behandlades som något som liknade eget kapital i balansräkningen. Som kommissionen påpekade redan i sitt beslut att inleda förfarandet beräknades räntan på lånen med en fast och en rörlig del. Räntan på den fasta delen var mycket låg och skulle inte vara acceptabel för en långivare i en marknadsekonomi. Den ovanligt låga fasta delen av lånen skulle i princip kunna kompenseras genom möjligheten att få en lämplig ersättning för lånen mot säkerhet i eget kapital tack vare den rörliga del som var knuten till projektets lönsamhet, men detta skulle inte vara möjligt för det här projektet (se resonemanget ovan om principen om en privat investerare i en marknadsekonomi). Dessutom ingick inga finansiella kostnader i den lönsamhetsprognos och den redovisning som de spanska myndigheterna överlämnade till kommissionen för perioden 2002–2014 Slutligen skulle lånen i teorin ha betalats tillbaka i april 2015, dvs. efter det att projektet hade slutförts (och eventuellt avyttrats), vilket enligt planen skulle ske 2014. En långivare i en marknadsekonomi skulle inte ha accepterat detta. I sitt svar av den 20 april 2009 på beslutet att inleda förfarandet förklarade de spanska myndigheterna att dessa lån ur ekonomisk synpunkt skulle betraktas som ett kapitaltillskott eftersom långivaren är identisk med ägaren (dvs. SPTCV). Eftersom inget av de lån som beviljades 2005, 2007, 2008 och 2009 har betalats tillbaka (ens delvis) och mottagaren inte har betalat ränta för dessa lån, måste de i själva verket betraktas som en investering i eget kapital. Enligt de uppgifter som lämnats av de spanska myndigheterna i april 2012 uppgick denna investering till sammanlagt 265 089 599 euro vid utgången av 2010 ([33]).

Selektivitet

(89) Stödet är också selektivt, eftersom det enbart medför fördelar för de företag som är verksamma inom sektorn och enbart för vissa av dem.

Statliga resurser

(90) Kommissionen konstaterar att den regionala regeringen i Valencia har finansierat investeringen genom sitt helägda investeringsföretag SPTCV och att de undersökningar

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

([32]) Sidorna 30 och 39 i Ecorysrapporten.

([33]) Beskrivs i skälen 29 och 53. Eftersom lånen betraktas som investering i eget kapital beaktas inte ränteuttag.

som ledde fram till den offentliga investeringen i Ciudad de la Luz gjordes för den regionala regeringen. Därför kan dessa anslag betraktas som statliga resurser.

Snedvridning av konkurrens

(91) När statligt stöd stärker ett företags ställning jämfört med andra konkurrerande företag måste man anse att de senare påverkas av detta stöd. Stödet stärker Ciudad de la Luz ställning jämfört med andra konkurrerande företag genom att göra det möjligt för företaget att gå in på marknaden för filmstudior. Konkurrensen mellan företag som drar fördel av åtgärden och dem som inte gör det blir snedvriden. Även om man antar att filmproduktioner i andra medlemsstater där det finns andra filmstudior också får bidrag är detta inte ett giltigt argument för att hävda att det inte förekommer snedvridning av konkurrensen. En åtgärd kan inte undantas från att betraktas som statligt stöd bara för att andra medlemsstater eventuellt också har infört åtgärder som snedvrider marknaden. Det görs ingen sådan ”avvägning” vid bedömningen av villkoret om snedvridning av konkurrensen.

Inverkan på handeln

(92) Slutligen anser kommissionen att åtgärden i fråga påverkar handeln mellan medlemsstaterna. Filmstudior marknadsför sina anläggningar internationellt. Filmproducenter förhandlar regelmässigt om priser och villkor med ett antal filmstudior som är baserade i olika medlemsstater. Kommissionen har godkänt stödordningar i Spanien och andra medlemsstater som stöder produktionen av audiovisuella verk och därmed indirekt uppmuntrar användningen av nationella tekniska anläggningar, däribland filmstudior. Enligt det fjärde kriteriet i kommissionens meddelande om film från 2001 är dock kompletterande stöd till specifika produktionsverksamheter, inbegripet användningen av filmstudior, uteslutet.

Slutsats

(93) Kommissionen anser att projektet innebär en selektiv ekonomisk fördel för Ciudad de la Luz. Projektet är offentligt finansierat, snedvrider konkurrensen och påverkar handeln mellan medlemsstaterna. Därför anser kommissionen att den anmälda åtgärden är stöd i den mening som avses i artikel 107.1 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt.

Förenlighet

(94) Kommissionen måste först kontrollera att stödet inte strider mot bestämmelserna i EUF-fördraget inom andra områden än statligt stöd. I det här fallet påverkar kommissionens bedömning inga eventuella ytterligare slutsatser om förenligheten med EU:s lagstiftning om offentlig upphandling. Stödet innehåller inga andra inslag som kan utgöra ett problem när det gäller principen om att stödet ska vara lagligt rent generellt.

(95) De spanska myndigheterna har som konstateras i beslutet om att inleda förfarandet, som extra argument om kommissionen skulle anse att de berörda åtgärderna är statligt stöd, hävdat att åtgärderna skulle vara förenliga med artikel 107.3 i EUF-fördraget i egenskap av regionalt stöd och stöd för att främja kultur.

Regionalt stöd

(96) Regionalt stöd för att uppföra Ciudad de la Luz kan vara motiverat eftersom investeringen görs i ett stödområde. De spanska myndigheterna har framfört att en stödnivå på 36 % skulle vara tillåten enligt de regler för regionalt stöd som gällde när det ursprungliga investeringsbeslutet fattades 2000–2006.

(97) Eftersom detta är icke anmält stöd ska riktlinjerna för regionalt stöd 2000–2006 ([34]) tillämpas. I punkt 4.2 i riktlinjerna anges följande: ”För att säkerställa att de produktiva investeringar för vilka stöd lämnas är lönsamma och sunda, måste stödmottagarens (20) finansiering uppgå till minst 25 %.” I fotnot 20 i riktlinjerna förklaras att detta lägsta bidrag på 25 % inte får innehålla stöd. Även om det fanns en privat investerare för 25 % av det ursprungliga aktiekapitalet på 600 000 euro fungerade denna privata investerare som projektets förvaltningsföretag mot en avgift och gjorde inga ytterligare investeringar i projektet för att motsvara majoriteten av den offentliga investeringen i projektet. Alltså kan denna första investering inte betraktas isolerat från den offentliga investeringen, eftersom den inte är en fristående investering. Dessutom köptes den privata investeraren ut av SPTCV i juli 2004, då investerarens ägande minskade till 0,2 %.

(98) De spanska myndigheterna har hävdat att SPTCV:s investering på 25 % i sig kan betraktas som mottagarens bidrag. Kommissionen anser att ett sådant tillvägagångssätt, där 25 % av investeringen täcks av ett offentligägt organ som inte beter sig som en privat investerare (se ovan, avsnitt V, underavsnittet ”Ekonomisk fördel”) medan resterande 75 % av investeringen också täcks av statliga resurser, inte kan garantera att den produktiva investering som får stöd är bärkraftig och sund.

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

(99) Eftersom investeringen i Ciudad de la Luz har finansierats helt och hållet med offentliga medel från SPTCV uppfylls inte detta villkor.

Sektorsspecifikt stöd till den audiovisuella sektorn

(100) Kommissionen har i vissa lägen godkänt stöd till den audiovisuella sektorn enligt artikel 107.3 c med hänsyn till de kulturella mål som anges i artikel 167 i EUF-fördraget. Det kulturella undantaget kan användas i kombination med andra rättsliga grunder för förenlighet, t.ex. stöd till vissa ekonomiska verksamheter enligt artikel 107.3 c i EUF-fördraget ([35]). Även om de spanska myndigheterna inte har föreslagit detta beaktas denna rättsliga grund i det följande, mot bakgrund av synpunkterna från andra parter.

(101) En bedömning enligt artikel 107.3 c i EUF-fördraget görs i tre steg där fördelar respektive negativa effekter av den berörda åtgärden vägs mot varandra.

(102) Vid denna bedömning försöker kommissionen besvara följande frågor:

a) Är stödet riktat mot ett väl avgränsat mål av gemensamt intresse (dvs. avhjälper det föreslagna stödet ett marknadsmisslyckande eller något annat mål)?

b) Är stödet väl utformat för att åstadkomma målet av gemensamt intresse? Särskilt gäller följande:

i) Är stödåtgärden ett lämpligt verktyg, dvs. finns det andra, lämpligare metoder?

ii) Finns det en stimulanseffekt, dvs. förändrar stödet företags beteende?

iii) Är stödåtgärden proportionerlig, dvs. kan samma förändring i beteende uppnås med mindre stöd?

c) Är snedvridningen av konkurrensen och effekten på handeln begränsad, så att den sammantagna effekten blir positiv?

Åtgärdens syfte

(103) Ett marknadsmisslyckande sägs föreligga om resultatet på marknaden inte leder till största möjliga välfärd i samhället. Utfallet på marknaden kan bli ineffektivt i fråga om s.k. kollektiva nyttigheter eller varor av allmänt intresse ([36]). Sådana nyttigheter och varor skapar positiva externa effekter om fördelarna för samhället överstiger den privata fördelen. Det innebär att den levererade kvantiteten ligger under den optimala nivån – vilket i sin tur kan motivera ett offentligt ingripande (och eventuellt offentliga subventioner).

(104) I EU finns en starkt konkurrensutsatt, kommersiell marknad med ett antal stora filmstudior. Dessutom har europeiska filmstudior stor konkurrens av filmstudior utanför EU när det gäller stora filmproduktioner. Prima facie-bevisningen ger alltså inte belägg för att det finns ett marknadsmisslyckande till följd av bristande försörjning och höga inträdeskostnader. I sitt svar på beslutet om att inleda förfarandet hävdar spanska filmskapare att den spanska marknaden inte hade liknande tjänster av hög kvalitet innan Ciudad de la Luz uppfördes. Framför allt har filmskapare i Valencia påpekat att tillgången till en lokal filmstudio har inneburit att de har kunnat sänka sina produktionskostnader (lägre transportkostnader, närhet till andra tjänster som krävs för filmproduktionen osv.).

(105) Det faktum att inhemska filmproducenter har fördel av Ciudad de la Luz räcker dock inte för att det ska finnas ett marknadsmisslyckande enligt definitionen ovan. För det första skulle det strida mot det mål som de spanska myndigheterna angivit att anse att Ciudad de la Luz avhjälper ett marknadsmisslyckande för lokal filmproduktion i Spanien. I Consultiarapporten 2004 behandlas lokala studior enbart som ”indirekta” konkurrenter, eftersom Ciudad de la Luz skulle vara inriktad mot stora filmproduktioner.

([35]) Se särskilt beslut nr NN 84/2004 av den 22 mars 2006 – Frankrike – Régimes d'aide au cinéma et à l'audiovisuel. I det fallet godkände kommissionen i efterhand, på grundval av artikel 107.3 c och/eller d i EUF-fördraget, stödåtgärder för att bl.a. stödja filmdistribution, filmskapande, renovering eller modernisering av biografer, distribution av musikvideor eller videor, FoU och utveckling av efterproduktionsteknik. Se även N 192/2008 av den 11 april 2008 – Spanien – Främjande av dubbning och undertextning av filmer i Baskien.

([36]) Kollektiva nyttigheter förekommer i de fall det inte går att erbjuda en vara eller tjänst till en person utan att utesluta andra, eller där det inte förekommer konkurrens om förbrukningen (t.ex. gatubelysning, vägar). Varor av allmänt intresse är sådana varor och tjänster som regeringen anser att människor riskerar att underkonsumera och som därför bör subventioneras eller erbjudas kostnadsfritt (t.ex. utbildning eller offentliga bibliotek).

(106) För att visa att det finns ett marknadsmisslyckande i fråga om spanska filmproducenter måste man för det andra bedöma om de samhälleliga fördelarna med en studio som Ciudad de la Luz är större än kostnaden. Då måste man bland annat undersöka om de befintliga anläggningarna inte räcker till, dvs. om spanska filmskapare inte kan använda de befintliga filmstudiorna i Spanien (som Video Planning, Cartuja Producciones och Loasur Audiovisual i Andalusien, Media Park i Katalonien, Platós Valencia i Valencia och Estudios Barajas, Estudios El Álamo, Estudios Los Ángeles och Flash Estudio i Madrid) eller i andra medlemsstater. Den spanska filmproducenterna påpekade visserligen att det fanns vissa (icke kvantifierade) kostnadsfördelar med Ciudad de la Luz, men de hävdade inte att dessa lokala studior var avgörande för den inhemska filmproduktionen.

Lämpligt utformat stöd

(107) Eftersom det inte finns något väldefinierat marknadsmisslyckande som skulle ha avhjälpts av åtgärden kan stödet inte heller anses vara lämpligt och proportionerligt för att avhjälpa marknadsmisslyckandet. Om syftet med filmstudion var att stödja den lokala filmproduktionen skulle det bl.a. ha varit nödvändigt att jämföra investeringen med andra åtgärder som kunde ha gett jämförbara effekter ur filmproducenternas synvinkel. De spanska myndigheterna har inte lämnat in någon sådan jämförelse.

Snedvridning av konkurrens och handel

(108) Vid avvägningstestet måste man också bedöma de negativa effekterna i form av *snedvridning av konkurrens och handel*. Eftersom produktionen har blivit avsevärt mycket lägre än vad som förväntades i början och anläggningen främst har lockat lokala filmproducenter kan man anse att den snedvridande effekten av Ciudad de la Luz hittills kan ha varit begränsad. Antalet filmproduktioner vid Ciudad de la Luz är dock ingen bra indikator på dess eventuella snedvridande effekter. Ciudad de la Luz inträde på den europeiska filmstudiomarknaden har ökat den övergripande filmstudiokapaciteten. Ett grundläggande ekonomiskt resonemang visar att en sådan ökning av tillgången kommer att leda till en generell prissänkning oavsett storleken på den andel av produktionen som Ciudad de la Luz kan locka till sig. Eftersom en sådan prissänkning skulle påverka marknadspriset som helhet vore den inte möjlig att observera genom en jämförelse mellan Ciudad de la Luz och konkurrenternas priser. Vidare kan uppförandet av Ciudad de la Luz uppmuntra andra medlemsstater att göra liknande investeringar. Med hänsyn till de moderna anläggningarna kan Ciudad de la Luz ställning på marknaden vidare ändras i framtiden.

(109) Mot bakgrund av ovanstående kan åtgärden inte anses vara förenlig med artikel 107.3 c i EUF-fördraget eftersom den inte avhjälper ett marknadsmisslyckande och riskerar att påverka konkurrensen och handeln negativt.

Kulturellt stöd – investering i uppförande av filmstudio

(110) De spanska myndigheterna har inte lagt fram några argument som påverkar den åsikt som kommissionen framförde i beslutet om att inleda förfarandet, nämligen ”att det inte finns något som tyder på att [det kulturella] undantaget kan tillämpas på statligt stöd som täcker uppförandet av och driftskostnaderna för ett nytt, stort filmstudiokomplex”. I beslutet om att inleda förfarandet avvisas möjligheten att behandla studiorna som ”kulturell infrastruktur” eftersom de är starkt specialiserade och deras användning är begränsad till den audiovisuella sektorn (för att göra filmer, tv-produktioner och reklamfilmer).

(111) För att tillämpa det kulturella undantag som föreskrivs i artikel 107.3 d i EUF-fördraget på finansiering som inte omfattas av kommissionens meddelande om film skulle stödet inte bara ha behövt vara nödvändigt, proportionerligt och lämpligt (enligt bedömningen i fråga om artikel 107.3 c), utan även ha ett kulturellt mål. Eftersom det har konstaterats att dessa kriterier inte ingår i artikel 107.3 c, gäller detsamma i fråga om artikel 107.3 d i EUF-fördraget.

Kulturellt stöd – incitament för filmproducenter

(112) I december 2008 godkände kommissionen de filmincitament som regionen Valencia erbjöd på grundval av kommissionens meddelande om film ([37]). Eventuella incitament som beviljats innan dess av den regionala regeringen i Valencia i samband med filmning vid Ciudad de la Luz kan inte anses vara förenliga i fall där filmningen vid Ciudad de la Luz har varit ett villkor för stödet (detta strider mot det fjärde kriteriet i meddelandet om film som utesluter extra stöd för särskilda filmproduktionsverksamheter).

([37]) I kommissionens meddelande om film från 2001 fastställs kriterierna för att det kulturella undantag som anges i artikel 107.3 d i EUF-fördraget ska kunna tillämpas på stödordningar för stöd till produktionen av audiovisuella verk.

(113) Slutligen behöver det inom ramen för detta beslut inte göras någon ytterligare granskning av om stöd har beviljats filmproducenter.

VI. **SLUTSATS**

(114) Kommissionen konstaterar att Spanien har beviljat statligt stöd till Ciudad de la Luz SA i strid med artikel 108.3 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt. En privat investerare skulle inte ha gjort den investering som regionen Valencia gjorde i Ciudad de la Luz på samma villkor. Därför anser kommissionen att hela den offentliga investeringen i projektet är olagligt stöd.

(115) Stödet fram till december 2010 uppgår därför till sammanlagt 265 089 599 euro i direkta offentliga investeringar i Ciudad de la Luz SA och eventuella incitament som beviljats filmproducenter på villkor att filmningen gjordes i Ciudad de la Luz.

(116) Enligt fördraget om Europeiska unionen och fördraget och EU-domstolens rättspraxis har kommissionen befogenhet att besluta att den berörda staten måste upphäva eller ändra stöd ([38]) när den har konstaterat att det inte är förenligt med den inre marknaden. Enligt domstolens fasta rättspraxis är medlemsstaten skyldig att upphäva eller ändra ett stöd som kommissionen har fastställt vara förenligt med den inre marknaden, så att den tidigare situationen återställs ([39]). Enligt domstolen är detta mål uppfyllt när mottagaren har återbetalat det rättsstridiga stödet och därigenom förlorar den fördel han åtnjöt på marknaden gentemot sina konkurrenter så att den situation som förelåg före utbetalningen av stödet är återställd ([40]).

(117) Enligt samma rättspraxis anges följande i artikel 14 i rådets förordning (EG) nr 659/1999 ([41]): ”Vid negativa beslut i fall av olagligt stöd skall kommissionen besluta att den berörda medlemsstaten skall vidta alla nödvändiga åtgärder för att återkräva stödet från mottagaren.”

HÄRIGENOM FÖRESKRIVS FÖLJANDE.

Artikel 1

Det ursprungliga aktiekapital och efterföljande kapitaltillskott på sammanlagt 94 459 719 euro, den mark som anslagits till Ciudad de la Luz till ett värde av 9 800 040 euro, de lån mot säkerhet i eget kapital på 115 miljoner euro som har beviljats, de konvertibla obligationer som har emitterats sedan 2008 på sammanlagt 45 829 840 euro som har beviljats olagligt av Spanien till Ciudad de la Luz SA före den 31 december 2010 samt eventuella incitament som har beviljats filmproducenter på villkor att filmningen sker vid Ciudad de la Luz, i strid med artikel 108.3 i EUF-fördraget, är statligt stöd som är oförenligt med den inre marknaden.

Artikel 2

1. Spanien ska från stödmottagaren återkräva det oförenliga stöd som avses i artikel 1.

2. Det stöd som ska återkrävas ska innefatta ränta från den dag då stödet ställdes till stödmottagarens förfogande till den dag det har återbetalats.

3. Räntan ska beräknas som sammansatt ränta enligt kapitel V i rådets förordning (EG) nr 794/2004 ([42]).

4. Spanien ska upphöra med alla utbetalningar av det stöd som avses i artikel 1, med verkan från den dag då detta beslut antas.

Artikel 3

1. Återkravet av det stöd som avses i artikel 1 ska genomföras omedelbart och effektivt.

2. Spanien ska säkerställa att detta beslut genomförs inom fyra månader efter den dag då detta beslut har delgivits.

Artikel 4

1. Inom två månader efter den dag då detta beslut har delgivits ska Spanien lämna följande uppgifter till kommissionen:

a) Det totala belopp (kapital och räntor) som ska återkrävas från stödmottagaren.

b) En detaljerad beskrivning av de åtgärder som redan har vidtagits eller som planeras för att rätta sig efter detta beslut.

c) Dokument som visar att stödmottagaren har anmodats att betala tillbaka stödet.

2. Spanien ska hålla kommissionen underrättad om utvecklingen vad gäller de nationella åtgärder som har vidtagits för att genomföra detta beslut till dess att återkravet av det stöd som avses i artikel 1 har slutförts. Spanien ska på kommissionens begäran omgående lämna uppgifter om de åtgärder som redan har vidtagits eller som planeras för att rätta sig efter detta beslut. Spanien ska också lämna detaljerade uppgifter om de stödbelopp och räntebelopp som redan har återkrävts från stödmottagaren.

([38]) Dom i mål C-70/72, kommissionen mot Tyskland, REG 1973, s. 813, punkt 13.
([39]) Dom i de förenade målen C-278/92, C-279/92 och C-280/92, Spanien mot kommissionen, REG 1994, s. I-4103, punkt 75.
([40]) Dom i mål C-75/97, Belgien mot kommissionen, REG 1999, s. I-3671, punkterna 64 och 65.
([41]) EGT L 83, 27.3.1999, s. 1.
([42]) EUT L 125, 28.4.2004, s. 4.

Artikel 5

Detta beslut riktar sig till Konungariket Spanien.

Utfärdat i Bryssel den 8 maj 2012.

På kommissionens vägnar
Joaquín ALMUNIA
Vice ordförande

BILAGA A

Information om stödbelopp som har tagits emot, som ska återkrävas och som redan har återkrävts

Mottagarens identitet	Sammanlagt stöd som har tagits emot inom ramen för ordningen (*)	Sammanlagt stöd som ska återkrävas (*) (Kapital)	Sammanlagt belopp som redan har återbetalats (*)	
			Kapital	Ränta

(*) Miljoner i nationell valuta.

BILAGA I

Ciudad de la Luz (CDL) – Metod för beräkning av lämplig kapitalkostnad i kapitalbudgetbeslut – juli 2009

Syfte

Syftet med denna rapport är att fastställa om investeringen i projektet för att bilda företaget Ciudad de la Luz (CDL) kan betraktas som statligt stöd. Enligt principen om en privat investerare i en marknadsekonomi ska investeringen betraktas som statligt stöd om statens förväntade ersättning är lägre än vad en privat investerare skulle ha krävt för just det projektet.

En privat investerare ([1]) skulle ha varit villig att investera i Ciudad de la Luz-projektet om den förväntade internräntan ([2]) var högre än eller lika med alternativkostnaden för eget kapital ([3]) (dvs. en avkastning som investeraren skulle ha fått i ett liknande projekt).

I den följande analysen justerar vi prissättningsmodellen för kapitaltillgångar för att få fram kostnaden för eget kapital. Detta är det relevanta mått som avgör om en privat investerare skulle ha gått in i Ciudad de la Luz-projektet.

Det parameterintervall som räknas fram på detta sätt jämförs sedan med resultatet i efterhand för ett representativt urval av Ciudad de la Luz konkurrenter. Detta är den metod som LECG använde i sin skrivelse, nämligen att använda efterhandsresultat för att fastställa ett riktmärke för alternativkostnaden för kapital för den här typen av projekt. Som visas nedan är det mått för efterhandsresultat som LECG har valt inte det korrekta måttet för att fastställa ett riktmärke. Framför allt är alla efterhandsmått bristfälliga proxyvariabler för avkastningskrav som ställs i förväg.

Vi konstaterar att alternativkostnaden för kapital för detta projekt borde ligga kring 14,91 %. En privat investerare skulle alltså kräva en internränta på mer än 14,91 %. Enligt den affärsplan som Ciudad de la Luz lade fram 2004 (som är den nyaste finansiella information som det nuvarande projektet bygger på) var internräntan för investeringen i Ciudad de la Luz 5,74 % ([4]).

En privat investerare skulle alltså inte ha investerat i Ciudad de la Luz-projektet, eftersom dess internränta är lägre än alternativkostnaden för kapital.

Kostnaden för eget kapital ([5])

Kostnaden för eget kapital är den lägsta avkastning som Ciudad de la Luz måste erbjuda sina aktieägare för att ersätta dem för

— pengars tidsvärde,

— risken i samband med en investering i Ciudad de la Luz.

Det är viktigt att betona att den berörda avkastningen är en förväntad kommande avkastning, inte en historisk avkastning. Kostnaden för eget kapital avspeglar investeringens alternativkostnad för ägare i företag eller projekt med samma (eller liknande) affärsrisk och finansiella risk som det företag eller projekt som är under övervägande.

I det följande tillämpar vi en brett erkänd metod för att beräkna kostnaden för eget kapital, nämligen prissättningsmodellen för kapitaltillgångar (CAPM),

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

där

— K_e är kostnaden för eget kapital uttryckt i %,

— R_f är den riskfria räntan uttryckt i %,

— $(R_m - R_f)$ är marknadsriskpremien uttryckt i %,

— ß är ”betavärdet”, ett mått på den systemiska (icke-diversifierbara) risk som är förknippad med aktierna i Ciudad de la Luz, vilket avspeglar både affärsrisk och finansiell risk.

([1]) I avsaknad av skuld.
([2]) Per definition motsvarar internräntan den diskonteringsränta som innebär att investeringens nettonuvärde blir lika med noll.
([3]) Brealey och Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*, sjätte utgåvan (kapitel 5, s. 100).
([4]) Användningen av detta riktmärke bör inte tolkas som att vi anser att denna siffra är korrekt. Det är svårt att göra exakta prognoser för kassaflöden, varför 5,74 % sannolikt är som högst en övre gräns.
([5]) I bilagan anges den allmänna definitionen för den viktade genomsnittliga kostnaden för kapital, som omfattar både eget kapital och skuld.

För den riskfria räntan används enligt marknadens praxis den långsiktiga (normalt sett den tioåriga) räntan på statsobligationer i verksamhetslandet.

Som marknadsriskpremie bör man använda den historiska marknadsriskpremien över en rimligt lång tidsperiod. Gängse marknadspraxis är att ta skillnaden mellan den historiska avkastningen på ett diversifierat kapitalindex i verksamhetslandet och den riskfria räntan.

Tillämpning på Ciudad De La Luz

Den genomsnittliga årliga räntan på tioåriga statsobligationer i Spanien var 4,1 % 2004 ([1]).

R_f = 4,1 %

Enligt Fernández (2004) ([2]) ligger den historiska marknadsriskpremien jämfört med spanska statsobligationer (under perioden 1991–2003, som i stort sett motsvarar perioden före vår investering) på 6,8 %–9,3 % (skillnaden ligger i den metod som används för att beräkna genomsnittet – aritmetisk mot geometrisk). Vi använder den lägre gränsen för detta intervall vid vår beräkning av marknadsriskpremien.

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

För beräkningen av betavärdet använder vi slutligen offentligt tillgänglig information för företag som de spanska myndigheterna har identifierat som direkta konkurrenter till Ciudad de la Luz.

År 2001 lämnade KBC Securities en rapport med den information som behövs för att beräkna nettonuvärdet på en tioårig investering i **Carrere Group**. Lägg märke till att både tidpunkten och löptiden för investeringen i stort sett sammanfaller med det aktuella fallet. Den diskonteringsränta som används i KBC-rapporten var 12 %, medan det rapporterade betavärdet var 1,8. Eftersom **Carreres** finansiella riskprofil skiljer sig från profilen för Ciudad de la Luz (Carreres kapitalstruktur omfattar skuld) måste vi justera detta betavärde och beräkna ett betavärde utan skuldsättning för att isolera affärsriskprofilen. Följande formel används för att beräkna betavärdet utan skuldsättning:

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

där T är den skattesats som ska tillämpas. Skattesatsen för Frankrike, där Carrere är etablerat, ligger på cirka 33 % och uppgifterna om skuldsättningsgrad finns i KBC-rapporten. När aktierna emitterades var skuldsättningsgraden 10 %. Denna storleksordning har bekräftats med uppgifter från Bloomberg.

Med hjälp av dessa parametrar får vi följande betavärde utan skuldsättning:

$\text{Beta}_{\text{Utan skuld}}$ = 1,68

En liknande bedömning gjordes i Tyskland 2008 av Der Spezialist fur Finanzaktien för Studio Babelsberg, ett annat företag som de spanska myndigheterna identifierade som en direkt konkurrent till Ciudad de la Luz. I den rapporten förutsattes en kapitalkostnad på 12 %, och ett betavärde på 1,5. När rapporten offentliggjordes var Studio Babelsberg ett skuldfritt företag, vilket innebär att dess kapitalstruktur var identisk med Ciudad de la Luz struktur, varför betavärdet inte behöver justeras i detta fall.

Denna direkta bevisning från detaljerade rapporter om två direkta konkurrenter visar att det betavärde som bör tillämpas på Ciudad de la Luz (minst) ligger inom intervallet 1,5–1,68. Dessutom omfattar investeringen i Ciudad de la Luz förmodligen en större idiosynkratisk risk av de skäl som kommissionen redan har beskrivit. Betavärdet för Ciudad de la Luz är alltså sannolikt högre än konkurrenternas.

I det följande tar vi det aritmetiska genomsnittet mellan dessa båda siffror och använder det för Ciudad de la Luz (trots att den idiosynkratiska risk som är förknippad med Ciudad de la Luz troligen är större). Det bör påpekas att dessa siffror lämnades av finansiella analytiker som gjort en ingående analys av Carrere och Studio Babelsberg.

Den lägre nivån av den förväntade avkastningen på kapital för en privat investerare skulle alltså vara

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

Det är användbart att ta fram denna siffra eftersom den tyder på att ett värde för viktad genomsnittlig kostnad för kapital som ligger avsevärt lägre än 14,91 % kan avfärdas direkt.

Fallgropar i LECG:s metod

Beräkningen i LECG:s undersökning, som ledde fram till en diskonteringsfaktor på 5,15 %, är metodiskt felaktig. LECG hävdade att den korrekta proxyvariabler för den viktade genomsnittliga kostnaden för kapital är den uppnådda avkastningen på kapital för en eller möjligen två konkurrenter (Pinewood och Babelsberg).

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

För det första ska redovisad avkastning som avkastning på kapital normalt sett inte betraktas som ett korrekt mått på en investerares förväntade genomsnittliga avkastning av minst tre skäl ([1]). Redovisad avkastning beräknas på årsbasis, medan en rationell investerare kommer att ta hänsyn till avkastningen under projektets hela livstid. För det andra är redovisningsuppgifter historiska uppgifter om företaget och alltså mer lämpliga för att göra en bedömning i efterhand av företagets resultat än för att förutse framtida resultat för investeringarna. Slutligen är investerare egentligen inte intresserade av redovisat resultat utan snarare av monetära vinster, dvs. de kassaflöden de får av sin investering.

Vidare borde LECG ha jämfört måttet för den viktade genomsnittliga kostnaden för kapital med avkastningen på sysselsatt kapital, inte med avkastningen på kapital. Måttet på den viktade genomsnittliga kostnaden för kapital gäller det totala kapitalet, dvs. både eget kapital och finansiell skuld. På skuldsidan i en vanlig balansräkning hittar man dock inte bara eget kapital och finansiella skulder utan även kortfristiga skulder, dvs. leverantörsreskontra. De totala tillgångarna är alltså lika med eller större än det totala kapitalet och för en viss avkastning är avkastningen på kapital lägre än eller lika med avkastningen på sysselsatt kapital. ([2]) Därför borde den viktade genomsnittliga kostnaden för kapital jämföras med avkastningen på sysselsatt kapital, inte avkastningen på kapital. Ett projekt medför ett positivt värde om, och endast om, den uppnådda avkastningen på sysselsatt kapital är lika med eller större än den viktade genomsnittliga kostnaden för kapital.

Uppgifter om konkurrenter

Innan vi går vidare med uppgifter om marknaden vill vi än en gång betona att det relevanta riktmärket är förhandskostnaden för eget kapital. Avkastning som observeras i efterhand är en bristfällig proxyvariabel för förväntningar i förväg, eftersom uppnådd avkastning i efterhand inte nödvändigtvis motsvarar den förväntade avkastningen. Om investerare är intresserade av de tidigare resultaten inom en bransch bör de titta på avkastningen på sysselsatt kapital, som är ett efterhandsmått på avkastning som är förhållandevis neutralt i förhållande till olika företags kapitalstruktur, eftersom det omfattar både skulder och kapital. I takt med att ett företags skuldsättningsgrad ökar, ökar avkastningen på kapital för aktieägare, jämfört med avkastning på sysselsatt kapital.

I det följande analyserar vi uppgifter om avkastning på sysselsatt kapital för en representativ grupp av konkurrenter från olika källor och konstaterar att resultaten inte står i stred med vår kalibrering.

1. *Uppgifter från AMADEUS*

AMADEUS är en omfattande alleuropeisk databas med finansiell information om mer än 11 miljoner börsnoterade och privata företag i 41 europeiska länder från Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing. BvD är en av världens ledande leverantörer av balansräkningsuppgifter på företagsnivå, där täckningen av Europa är mest omfattande.

Medianvärdet är den siffra som separerar den högre halvan i ett urval från den lägre halvan. Om de observerade värdena sorteras i stigande eller fallande ordning är medianvärdet det värde som ligger i mitten.

Det aritmetiska medelvärdet (genomsnittet) är summan av alla observationer dividerad med antalet observationer.

För många fördelningar sammanfaller medianvärdet och medelvärdet. Empiriskt sett kan de båda värdena skilja sig åt avsevärt, om den observerade fördelningen är skev (t.ex. innehåller ett antal avvikande värden, dvs. extrema observationer), trots ett stort urval.

De uppgifter vi presenterar nedan utmärks av medelvärden som är högre än medianvärdena (positiv skevhet). Eftersom medelvärdet är känsligt för extremvärden fokuserar vi på medianvärdet i stället. Notera att detta val leder till en slutsats om lägre avkastning jämfört med om man använder genomsnittet för urvalet.

Analys av jämförelsegrupp

Om vi använder ett mycket brett urval som omfattar hela Nace 921 (film- och videoverksamhet) ger detta fler än 11 000 observationer för perioden 1994–2008.

	Medianvärde
Avkastning på sysselsatt kapital (ROCE)	13,56 %

([1]) Hans W. Friederiszick och Michael Troge, GD COMP, CET, *Applying the MEIP to State Owned Companies – Lessons learned from the German Landesbanken Cases*, Competition Policy Newsletter, nr 1, våren 2006.

([2]) Denna sammanblandning förekommer ofta eftersom vissa författare i finansiella läroböcker använder en förenklad balansräkning som enbart omfattar eget kapital och finansiell skuld, och inga kortfristiga skulder. I sådana fall är avkastning på kapital verkligen lika med avkastning på sysselsatt kapital. Detta är dock oftast inte fallet i verkligheten.

Pinewood-Shepperton, Carrere Group och Barrandov Studio tillhör den snävare fyrsiffriga Nace-koden 9211 (film- och videoproduktion). Utöver Nace-klassificeringarna ger AMADEUS en noggrannare definition av jämförelseföretag genom att gruppera företag med samma Nace-kod efter deras storlek. Pinewood-Shepperton, Carrere Group och Barrandov Studio tillhör gruppen ”mycket stora företag” i Nace 9211 (”mycket stor” är inte ett absolut mått, utan anges i förhållande till andra företag som ingår i Nace 9211). Medianvärdet [1] för denna jämförelsegrupp av 45 företag under perioden 2000–2006 är följande, i de fall uppgifter finns tillgängliga:

	Medianvärde
Avkastning på sysselsatt kapital	10,1 %

Studio Babelsberg är registrerad i AMADEUS under samma Nace-kod som de föregående tre företagen, men betraktas endast som ett ”stort företag”. Jämförelsegruppen ”stora företag” för Nace 9211 består av 133 företag. Medianvärdet för gruppen under samma period (2000–2006) är följande:

	Medianvärde
Avkastning på sysselsatt kapital	10,1 %

Cinecitta Studios är registrerat under Nace-koden för ”reklam” vilket innebär att jämförelsegruppen inte är lämplig för jämförelser. Ciudad de la Luz har också hänförts till en jämförelsegrupp med Nace-kod 7413 (marknads- och opinionsundersökningar), som vi inte anser är relevant för vår bedömning.

2. *Uppgifter från ORBIS* [2]

För att få uppgifter om företag som nämns i informationen från de spanska myndigheterna var vi tvungna att använda oss av ORBIS. I ORBIS fanns information tillgänglig om följande företag:

— Pinewood Shepperton

— Studio Babelsberg

— Carrere Group

— Cinecitta

— Ealing Studios

— Barrandov

— Prime Focus

— Ray Corp

— EUROPACORP

Medianvärdet för dessa företag och perioden 2002–2007 är följande:

	Medianvärde
Avkastning på sysselsatt kapital	10,82 %

Eftersom denna grupp av företag består av tydligt identifierade konkurrenter finns det ingen risk för att företag i ”ytterkanten”, som egentligen inte är verksamma inom samma segment som Ciudad de la Luz, tas med (vilket kan inträffa för de jämförelsegrupper som har upprättats i AMADEUS). Därför rapporterar vi också genomsnittet för den gruppen under perioden 2000–2007.

	Genomsnitt
Avkastning på sysselsatt kapital	12,26 %

[1] Som anges ovan är medianvärdet för denna grupp lägre än det aritmetiska genomsnittet. För denna analys av jämförelsegruppen ger AMADEUS ett årligt medianvärde för avkastning på sysselsatt kapital för jämförelsegruppen i sin helhet. För att göra en sammanslagning över tid (den siffra som rapporteras i texten) beräknade vi ”medianvärdet av de årliga medianvärdena”.

[2] ORBIS är en global databas med uppgifter om mer än 50 miljoner företag från hela världen (Bureau van Dijk Electronic Publishing).

Slutsats

Vår justerade alternativa kostnad för kapital för investeringen i Ciudad de la Luz ligger på 14,91 %. Om vi godtar den affärsplan som Ciudad de la Luz lade fram 2004 och LECG:s analys är internräntan för detta projekt 5,74 %. Vi betonar dock att de kassaflöden som förväntas enligt 2004 års affärsplan verkar vara orimligt optimistiska, särskilt med hänsyn till företagets faktiska förluster 2002–2004 [1]. Mot bakgrund av den information som vi förfogar över kan vi anta att de förväntade kassaflöden som presenteras i 2004 års affärsplan utgör en övre gräns.

Som anges i inledningen skulle en privat investerare endast investera i ett projekt med en internränta som var högre än alternativkostnaden för eget kapital. En investerare i Ciudad de la Luz skulle alltså ha begärt en mycket högre internränta (dvs. minst 14,91 %) för att investera i projektet. Vi kan konstatera att investeringen i Ciudad de la Luz inte uppfyllde principen om en privat investerare i en marknadsekonomi.

Med en viktad genomsnittlig avkastning på kapital (WACC) som är lika med 14,91 % och med ett antagande om att prognoserna för kassaflöden 2004 är en övre gräns, har vi beräknat projektets nettonuvärde som summan av de diskonterade kassaflödena. På grundval av den information som lämnats av de spanska myndigheterna, framkommer att investeringen på 199 miljoner är summan av kassaflödena 2005–2007. Kassaflödet för den sista perioden omfattar restvärdet, som har beräknats med utdelningsdiskonteringsmodellen,

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

där D_t står för den utdelning som ska betalas ut år t, g är utdelningens tillväxt och r är diskonteringsgraden.

Detta värde är mycket känsligt för parametrarna D_t och g. Att få fram korrekta beräkningar för D_t och g går utöver syftet med denna rapport. Som riktmärke använder vi därför de värden som de spanska myndigheterna föreslagit, dvs. D_t = 8 651 (senaste periodens kassaflöde) och g = 2,553 % (inflationen). Vi använder dock vår beräknade diskonteringsränta på 14,91 %. På grundval av dessa parametrar får projektet ett negativt nettonuvärde på - NPV = - 131,65 miljoner

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Kassaflöde	– 884	– 1 792	– 2 601	– 118 177	– 55 813	– 25 088	4 462
Diskontering	(1 + WACC)^2	1 + WACC	1	1/(1 + WACC)	1/(1 + WACC)^2	1/(1 + WACC)^3	1/(1 + WACC)^4
14,91 %	1,3204	1,1491	1,0000	0,8702	0,7573	0,6591	0,5735
Diskonterat kassaflöde	**– 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	Nettonuvärde
Kassaflöde	5 526	6 561	6 842	8 057	8 307	*80 447*	
Diskontering	1/(1 + WACC)^5	1/(1 + WACC)^6	1/(1 + WACC)^7	1/(+ WACC)^8	1/(1 + /WACC)^9	1/(1 + WACC)^10	
14,91 %	0,4991	0,4344	0,3780	0,3290	0,2863	0,2491	
Diskonterat kassaflöde	**2 758,17**	**2 849,86**	**2 586,30**	**2 650,40**	**2 378,07**	**20 041,62**	**– 131,65**

Kommentarer om den sista skrivelsen (25 mars)

Skrivelsen av den 25 mars saknar metodisk stringens och innehåller vissa centrala påståenden som i bästa fall är saknar underbyggnad. I skrivelsen anges följande:

[1] *Källa:* ORBIS Company Report.

”… För att kvantifiera denna avkastning och framför allt den premie som en privat investerare skulle kräva av ett projekt används olika modeller, varav den vanligaste är prissättningsmodellen för kapitaltillgångar (CAPM). Om denna modell tillämpas på det aktuella fallet skulle en privat investerare kräva en riskpremie, inte en avkastning, på 3,75 % 2000 och 2,07 % 2004.”

Dessutom presenteras följande tabell.

Tabell 1

Beräkning av den riskpremie som *krävs* av Ciudad de la Luz enligt prissättningsmodellen för kapitaltillgångar

	Marknadsriskpremie	Betavärde för Ciudad de la Luz	Riskpremie som *krävs* av Ciudad de la Luz]
2000	9,49 %	0,395	3,75 %
2004	5,25 %	0,395	2,07 %

I skrivelsen hävdas alltså att betavärdet för Ciudad de la Luz är ß = 0,395. Detta är ett antagande utan underbyggnad som inte backas upp av några hårda eller verifierbara data. Dessutom är detta antagande svårt att förena med sunt förnuft.

Nedan återger vi direkta citat från Brealey and Myers, som är den viktigaste referensen i LECG:s skrivelse.

”…betavärdet mäter hur känslig ett värdepapper är för rörelser på marknaden. Aktier med ett betavärde på mer än 1,0 tenderar att förstärka de övergripande rörelserna på marknaden. Aktier med ett betavärde på mellan 0 och 1,0 tenderar sig att röra sig i samma riktning som marknaden, men inte lika kraftigt. Marknaden är förstås en ’portfölj med alla aktier’, varför den ’genomsnittliga’ aktien har ett betavärde på 1,0.” (Kapitel sju, sidan 174).

Aktier med högre betavärden innebär alltså högre volatilitet och därmed större risk.

En investering i Ciudad de la Luz innebär minst en lika stor risk som en investering i företagets etablerade konkurrenter, vars betavärden ligger betydligt högre än 1 (se värderingar gjorda av KBC Securities och Spezialist für Finanziaktien).

När det slutligen gäller den riskfria räntan verkar det mycket opportunistiskt att hänvisa till den nuvarande tillfälliga finansiella krisen för att avvisa det värde som kommissionen har valt och som motsvarar den riskfria räntan under den period då investeringen gjordes i Ciudad de la Luz.

Tillägg

För att finansiera ett projekt måste investerare investera ett visst kapital. Detta kapital har en kostnad, dvs. kapitalkostnaden.

Normalt sett finns det två huvudkällor till kapital:

— Eget kapital (E)

— Finansiellt kapital/finansiell skuld (D)

Summan av eget kapital och skuldkapital ger oss det totala kapitalet (C) uttryckt i euro. Var och en av dessa två källor till kapital har en viss kostnad. Vi konstaterar följande:

— K_e är kostnaden för eget kapital uttryckt i %,

— K_d är kostnaden för finansiellt kapital (skuld) uttryckt i %.

Kapitalkostnaden är alltså den viktade genomsnittliga kapitalkostnaden med hänsyn till andelen eget kapital och andelen skuldkapital. Därmed får vi följande:

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

Notera också att K_d och K_e är den förväntade kostnaden för finansiellt kapital och eget kapital, inte den historiska kostnaden.

Med hänsyn till skattefördelarna med skuldfinansiering och förutsatt att T är den skattesats som gäller för Ciudad de la Luz får vi följande:

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

När det gäller Ciudad de la Luz nämns ingen skuld i affärsplanen från 2000. Eftersom projektet helt och hållet finansieras med eget kapital får vi följande:

$$WACC = K_e$$

BILAGA II

[Anpassat från dokumentet från mars 2010]

Svar på LECG:s skrivelse av den 19 oktober 2009

Konsultföretaget LECG:s svar på kommissionens analys är inriktad på fyra frågor:

1. Påstådd felaktig användning av prissättningsmodellen för kapitaltillgångar (CAPM).

   LECG godtar att en CAPM-baserad analys är rätt metod, men ifrågasätter de parametervärden som GD Konkurrens har använt. LECG hävdar att

   — premien för eget kapital borde ha varit lägre,

   — betavärdena också borde ha varit lägre.

2. Kommissionen borde inte ha begränsat sig till Consultia IT:s affärsplan, utan den borde också ha använt Arthur Andersens affärsplan från 2000 för att fastställa ett relevant riktmärke.

3. Kommissionen använde inte lämpliga finansiella nyckeltal för att beräkna Ciudad de la Luz-projektets förväntade lönsamhet.

4. Kommissionen hade inte tagit hänsyn till de förväntade vinsterna från utvecklingen av hotell och kontorslokaler.

1. **Parametrarna i CAPM**

1.1 *Premie för eget kapital*

LECG ifrågasätter vårt val att använda historiska data för premierna med utgångspunkt i Fernández (2004) för att uppskatta marknadsriskpremien i Spanien för åren 2000 och 2004. I stället föreslår LECG att man ska använda informationen i en senare rapport av samma författare ([1]).

Som framgår nedan citeras denna rapport mycket selektivt i LECG-rapporten.

I LECG-rapporten hävdas att den begärda premien för eget kapital borde användas i stället för den historiska premien för eget kapital. Fernández (2009) anger dock följande:

”Det är lätt att dra slutsatsen att det inte finns någon allmänt accepterad beräkning av eller gemensam metod för att beräkna premiepunkter för eget kapital. […]

Rekommendationerna om premie för eget kapital, som hämtas från 150 finans- och värderingsläroböcker som offentliggjorts mellan 1979 och 2009, varierar från 3 % till 10 %. I flera böcker används olika premier för eget kapital på olika sidor och i de flesta böcker görs ingen åtskillnad mellan de fyra olika begrepp som frasen premie för eget kapital omfattar: historisk premie för eget kapital, förväntad premie för eget kapital, begärd premie för eget kapital och implicit premie för eget kapital. […]

I 129 av dessa böcker behandlas förväntad och begärd premie för eget kapital som synonyma begrepp och i 82 görs ingen åtskillnad mellan förväntad och historisk premie för eget kapital.”

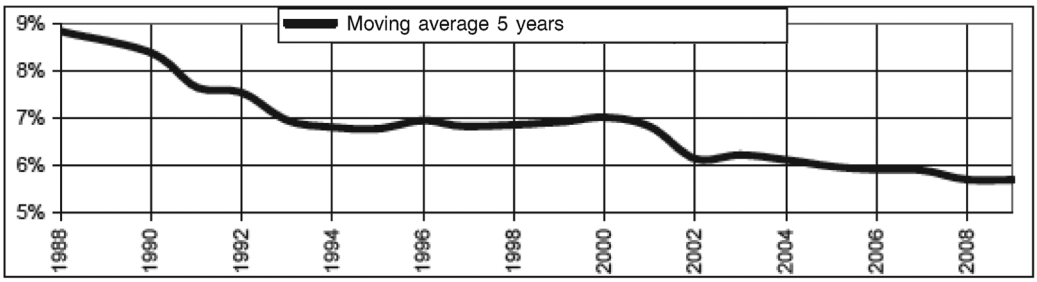
Vidare föreslås i LECG-undersökningen att en premie för eget kapital som nyligen lagts fram av Fernández (2009) ska användas för det konkreta värdet. Fernández föreslår att en begärd premie för eget kapital inom ett intervall på 3,8 %–4,3 % ska användas. Det finns minst två skäl till att detta intervall inte är relevant för våra syften. För det första har intervallet inneboende begränsningar, eftersom det är en subjektiv värdering av en enda person. Det bör påpekas att Fernández också lägger fram ett genomsnittligt värde som har hämtats från 150 läroböcker (se diagrammet nedan). För det andra, och framför allt, är förslaget om ett värde på 3,8 %–4,3 % en uppskattning av den *nuvarande premien på eget kapital, inte den som gällde 2000 och 2004*. Värdena för de parametrar som ska användas i CAPTM bör vara dem som gällde vid tidpunkten för affärsbeslutet (dvs. i förväg och inte i efterhand).

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

Den relevanta premien för eget kapital är alltså den som gällde 2000 (eller 2004), inte 2009. I detta avseende innehåller Fernández rapport (2009) *faktiskt* allmänt accepterade beräkningar av den begärda premien för eget kapital 2000 och 2004. Framför allt är 2004 års värde för begärd premie för eget kapital högre än 6 % och för 2000 är värdet ungefär 7 %. Vår beräkning innan denna rapport offentliggjordes var korrekt och låg inom detta intervall, dvs. 6,8 %.

”Siffran nedan visar utvecklingen för det rörliga genomsnittet av den begärda premie för eget kapital (senaste fem åren) som har använts eller rekommenderats i 150 finans- och värderingslärоböcker.”

[Rörligt genomsnitt 5 år]



1.2 *Betavärde*

När det gäller betavärdet ifrågasätts i LECG-rapporten användningen av beräkningar från privata företag som är specialiserade på värderingar. Nedan lämnar vi länkarna till de undersökningar som vi hänvisar till:

Carrere (den information som vi har använt finns på sidan 5 i rapporten nedan):

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

Studio Babelsberg (se sidan 10):

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

Vi anser att det är just här en privat investerare skulle söka information för att fastställa ett betavärde i förväg. Dessa analytiker har särskild kompetens för att bedöma förhandsvärderingar.

De två undersökningarna ger betavärden för vissa nära konkurrenter till Ciudad de la Luz.

Pablo Fernández, den författare som citeras ofta, men selektivt, i LECG-undersökningen, har skrivit mycket för att visa att historiska betavärden är (som dem som LECG föreslår) i det närmaste meningslösa.

I sin rapport *Are calculated betas worth for anything?* (rapport, IESE Business School), lägger Pablo Fernández (2008) fram kraftfulla argument mot användning av beräknade betavärden i värderingar:

”Vi visar att det i allmänhet är ett enormt misstag att använda det historiska betavärdet som proxyvariabel för det förväntade betavärdet. För det första är det nästan omöjligt att beräkna ett meningsfullt betavärde eftersom historiska betavärden förändras dramatiskt från en dag till en annan, för det andra eftersom vi mycket sällan kan säga med relevant statistisk säkerhet att betavärdet för ett företag är lägre eller högre än betavärdet för ett annat företag, för det tredje är historiska betavärden inte särskilt intressanta i många fall; högriskföretag har mycket ofta lägre historiska betavärden än lågriskföretag, för det fjärde är historiska betavärden starkt beroende av vilket index vi använder för att beräkna dem. […] [1]” (vår understrykning).

Det tredje argumentet som Fernández (2008) lägger fram ovan visar också att de betavärden som LECG presenterar inte kan stämma. Fernández hävdar i stället att högriskföretag har höga betavärden. Detta är mycket intuitivt: Den avkastning som begärs för ett högriskprojekt (som Ciudad de la Luz) bör vara högre än avkastningen för en diversifierad portfölj (t.ex. IBEX 35).

[1] Damodaran (Damodaran, Aswath (1994), *Damodaran on Valuation*. New York: John Wiley and Sons) visar samma sak genom att beräkna betavärdet för Disney. Med dagliga uppgifter får han fram 1,33, 1,38 med veckouppgifter blir värdet 1,13 med månadsuppgifter, 0,44 med kvartalsuppgifter och 0,77 med årsuppgifter. Med en treårsperiod får han fram 1,04, 1,13 med en femårsperiod och 1,18 med en tioårsperiod. Betavärdet beror också på vilket index som används som riktmärke. Betavärdet för Dow 30 är 0,99, för S&P 500 är det 1,13 och med Wilshire 5000 är det 1,05.

I en annan rapport, som handlar om Spanien (*On the instability of betas: the case of Spain*, 2008, rapport, IESE Business School), visar Pablo Fernández återigen att det är ett allvarligt misstag att använda betavärden som baseras på historiska data för att beräkna den begärda avkastningen på eget kapital.

”Detta är ett misstag av följande sju anledningar:

1. Betavärden som beräknas ur historiska data förändas avsevärt från en dag till en annan.

2. Beräknade betavärden är starkt beroende av vilket börsindex som används som marknadsreferens.

3. Beräknade betavärden är starkt beroende av vilken historisk period (fem år, tre år...) som används för att beräkna dem.

4. Beräknade betavärden är beroende av vilken avkastning (månadsvis, årsvis...) som används för att beräkna dem.

5. Mycket ofta känner vi inte till om betavärdet för ett företag är högre eller lägre än betavärdet för ett annat.

6. Beräknade betavärden har ett svagt samband med aktieavkastningar.

7. Korrelationskoefficienterna (och R2) för de regressioner som används för att beräkna betavärdena är mycket små.”

I rapporten ges en mängd exempel till stöd för de sju påståendena.

2. **Relevant tidsperiod**

I vår föregående analys använde vi år 2004 som referensår för beräkningen av nettonuvärdet, eftersom det var då hela investeringen på 199,4 miljoner euro beslutades. Det är dock enkelt att göra samma analys för år 2000. Den viktade genomsnittliga kapitalkostnaden som vi då får fram skulle vara högre än för 2004 ([1]), på grund av en högre marknadsriskpremie (enligt den information som Fernández samlat in bör den vara ungefär 7 % – se avsnitt 1.1) och en högre riskfri räntan (för Spanien var den 5,53 % 2000 ([2])). En internränta på 8,84 % skulle alltså fortfarande vara avsevärt mycket lägre än kapitalkostnaden (närmare bestämt viktad genomsnittlig kapitalkostnad = 5,53 % + 1,59*7 % = 16,66 %).

Det går att gå ett steg längre och beräkna projektets nettonuvärde 2000. Med hänsyn till alla de förbehåll vi lyfte fram i vår föregående analys (dvs. att vi godtar de kassaflöden och parametrar som använts för beräkningen av slutvärdet, utom för den viktade genomsnittliga kapitalkostnaden, förstås) får vi fram följande negativa nettonuvärde:

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

([1]) Enligt våra beräkningar var den viktade genomsnittliga kapitalkostnaden 2004 14,91, med en riskfri ränta på 4,1 % och en marknadsriskpremie på 6,8.
([2]) Se statistik från OECD.

3. **Finansiella nyckeltal**

LECG håller i sin rapport med oss om att CAPM är rätt verktyg för att bedöma förhandskostnaden för kapital. Dessutom innehåller rapporten inga argument mot användningen av avkastning på sysselsatt kapital som proxyvariabel för den viktade genomsnittliga kapitalkostnaden. Därför behöver vi inte upprepa argumentationen i den föregående förklaringen. Det kan dock vara värt att påminna om varför avkastning på sysselsatt kapital är det lämpligaste nyckeltalet. Eftersom den ekonomiska lönsamheten i ett företag mäts i efterhand i form av skillnaden mellan avkastningen på sysselsatt kapital och kapitalkostnaden, vilket intuitivt innebär att om man ska konstruera ett riktmärke baserat på tidigare uppgifter från konkurrenter för att fastställa den lägsta avkastning som investerare kräver, skulle den lämpliga proxyvariabeln bli den genomsnittliga avkastningen på sysselsatt kapital för branschen.

4. **Investeringens utvidgning till hotell och kontorslokaler**

Påståendena i denna punkt baseras på ny bevisning, nämligen sex markvärderingsrapporter. Som en inledande anmärkning vill vi påpeka att denna bevisning har tagits fram i efterhand och alltså inte ingick i den information som fanns att tillgå för en potentiell investerare vid den aktuella tidpunkten ([1]). För det andra konstaterar vi att möjligheten att utveckla ett hotellkomplex (i fas III) och vissa kontorslokaler (i fas IV) endast nämns i Arthur Andersens rapport. Rapporten innehåller en uppskattning av kostnaderna för att uppföra hotell och kontor, men några intäkter för dessa nämns inte, varför det saknas information för att bedöma lönsamheten i att exploatera marken. Det görs ingen affärsplan för utvecklingen av faserna III och IV. I affärsplanen från Consultia IT görs endast en indirekt hänvisning till hotell i ett omnämnande av ett område med kompletterande tjänster, medan kontor inte nämns alls. Dessa verksamheter behandlas dessutom inte alls i avsnittet om ekonomiska och finansiella prognoser. De privata investerarna hade med andra ord inte vid något skede tillgång till en affärsplan över utvecklingen av marken. Detta innebär att förhandsbedömningen av projektet enbart borde baseras på affärsplanen för filmstudiorna. All relevant bevisning tyder i själva verket på att markutvecklingen inte ingick i den ursprungliga affärsplanen. I LECG:s skrivelse i april 2008 anges i själva verket uttryckligen, i avsnitt 5 (det operativa värdet på ett hotellkomplex och kommersiellt område i Ciudad de la Luz), att detaljerna i investeringen i tjänstekomplexet (hotell och kommersiellt område) inte hade analyserats i någon av de båda affärsplanerna eftersom i) de ovannämnda tjänsterna ändå skulle ha utvecklats efter studion och ii) studions lönsamhet var tillräckligt stor och därför behövdes det ingen analys vid den tidpunkten av de ytterligare kassaflöden som Ciudad de la Luz skulle kunna generera.

Den enda relevanta information som går att använda vid bedömningen av marken är de anbud som Ciudad de la Luz fick 2005 på uppförandet och driften av hotellen och det kommersiella området, som presenteras i ovannämnda avsnitt 5. Detta är en bedömning som görs av marknaden vid samma tid som investeringsbeslutet fattas, en period som för övrigt utmärks av en fastighetsboom. Som förklaras i nästa avsnitt ger EUROVAL:s värdering inte tillräcklig vägledning i fråga om värderingen av tomterna.

Vid beräkningen av nettonuvärdet inbegripet denna ytterligare markutveckling går det att använda marknadspriset (det faktum att detta pris är förhållandevis lågt, vilket de spanska myndigheterna erkänner, visar att fastighetsutvecklingen inte verkade vara särskilt attraktiv för privata investerare).

I följande tabell visas beräkningar av nettonuvärde inbegripet fastighetsutveckling på grundval av de faktiska anbud som lämnades 2005 (560 000 euro per år, justerat för inflation, enligt LECG:s förklaring). Det framgår tydligt att nettonuvärdet fortfarande är negativt.

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

([1]) LECG-rapporten av den 25 april 2008 går på samma linje. Där anges redan i början (inledningen av avsnitt 2.1) att den relevanta frågan för tillämpningen av principen om en investerare i en marknadsekonomi är följande: *"Erbjöd projektet enligt den information som fanns tillgänglig vid den tidpunkt då investeringen gjordes tillräckligt god lönsamhet för att en privat investerare också skulle besluta att göra denna investering?" […] Investeringsbeslutet måste analyseras i ett förhandsperspektiv."*

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

Euroval utarbetade en rad markvärderingsrapporter. Dessa rapporter beställdes av Sociedad Proyectos Temáticos de la Comunidad Valenciana, investeraren i Ciudad de la Luz (CDL). Rapporterna sägs ge en objektiv värdering av den mark som ska användas för uppförandet av hotell och kontor i Ciudad de la Luz-komplexet. De innehåller en värdering för åren 2000, 2002 och 2009. För vart och ett av dessa år värderas två tomter, dvs. en avsedd för uppförandet av ett hotellkomplex och en för kontorsbyggnader, dvs. sammanlagt sex värderingsrapporter.

Eftersom rapporterna i stort sett följer samma metod är några av våra anmärkningar generella. När vi hänvisar till specifika påståenden anger vi vilken rapport som avses.

I detta meddelande beskrivs begränsningarna i de ovannämnda rapporterna och det konstateras att värderingarna i dessa rapporter inte är tillförlitliga. Dessutom konstateras att värderingsrapporten inte stämmer överens med vissa påståenden i de handlingar som de spanska myndigheterna tidigare har lämnat in. Slutligen anges vilken typ av bevisning som kunde ha använts för att beräkna markens värde.

4.1 *Rapporterna*

Som framgår har Euroval inte undertecknat eller stämplat någon av dessa rapporter. Det finns alltså inga belägg alls för att enheten tar ansvar för värderingarna.

De spanska myndigheterna konstaterar att de värderingsrapporter för marken som upprättades 2000 och 2002 inte uppfyller kraven i ministerdekret ECO 805/2003 om värdering av byggnader ”eftersom de har ett annat syfte än tillämpningsområdet för det dekretet” (t.ex. sidan 3 i rapporten med 2000 års värdering av kontorslokaler). Det ges ingen förklaring till varför ministerdekretet inte ska tillämpas. Samma ministerdekret nämns också tillsammans med lag 6/1998 om markvärdering (sidan 13 i rapporten). Det hävdas att eftersom detta är en retroaktiv värdering för år 2000 som görs 2002 ”får den tekniska gruppen själv göra de justeringar av beräkningarna och använda de hypoteser som den anser är lämpligast för syftet”. Vilka justeringar och hypoteser som avses anges dock inte. Dessutom framgår det inte klart varför den befintliga lagen inte kan tillämpas, särskilt i fråga om värderingen av marken. Inte heller ges någon motivering av varför de lagar som gällde vid den tidpunkten inte skulle tillämpas.

I rapporten om *dagens* (2009) värdering av tomten för kontorslokaler finns ett ännu mer överraskande påstående. Där hävdas att de värderingsmetoder som ska tillämpas enligt *dagens gällande lagstiftning* kan anpassas, eftersom ”syftet med värderingen är ett icke-monetärt bidrag vid tidpunkten i fråga, varför den tekniska gruppen själv får göra de justeringar av beräkningarna och använda de hypoteser som den anser är lämpligast för syftet”. Eftersom värderingen inte kommer att leda till en penningtransaktion går det alltså att ändra de värderingsmetoder

som måste tillämpas enligt lag. Eftersom det inte förekommer några verkliga pengar/transaktioner erkänner den tekniska gruppen att den menar att den kan göra justeringar som den anser är lämpliga med tanke på syftet.

Inte undra på att Euroval inte officiellt har ställt sig bakom någon av de sex rapporterna.

4.1.a Rapporter om uppförandet av kontorslokaler (NNT-tomten)

Rapporterna borde också ha innehållit en tydligare förklaring av vad som krävs för ”tertiär användning” av marken.

Den mest uppenbara begränsningen i dessa rapporter är metoden för att fastställa riktpriser för kontorslokaler i Ciudad de la Luz-komplexet. På sidan 18 i 2000 års rapport förtecknas nio transaktioner inbegripet kvadratmeterpriset. Dessa transaktioner ägde rum mellan december 1999 och september 2000 och det genomsnittliga priset var 1 111,7 euro per kvadratmeter. Detta värde används som riktmärke för kontorslokaler i Ciudad de la Luz-komplexet.

Ciudad de la Luz-komplexet ligger utanför staden Alicante, bredvid ett industriområde (*polígono industrial*). De nio transaktioner som anges ovan gäller däremot kontor (med en genomsnittlig storlek på 115,26 m^2) på de mest prestigefyllda affärsgatorna i Alicante. Det är helt enkelt inte rimligt att använda dessa transaktioner för att fastställa ett riktmärke för de 66 576,54 m^2 som skulle uppföras i Ciudad de la Luz.

I rapporten används det spanska konsumentprisindexet (KPI – Indice de Precios al Consumo, IPC) för att deflatera dagens värden. IPC används framför allt för deflatera en aktuell värdering av marken tillbaka till år 2000 (s. 24). Vi noterar att KPI/IPC, precis som namnet antyder, inte omfattar inflation i tillgångspriser. Indexet beräknas på en korg konsumentvaror. Att använda KPI/IPC för att deflatera markvärden och/eller fastighetsvärden är långt ifrån ofarligt, av de skäl som förklaras nedan.

Det är väl känt att Spanien har haft en fastighetsboom som har pågått i mer än tio år (landets nuvarande makroekonomiska problem hänger i hög grad ihop med den bubblan). Därför har markpriserna ökat mycket snabbare än det generella konsumentprisindexet.

Enligt statistik som har samlats in av den spanska regeringens bostadsministerium (Ministerio de Vivienda, http://www.mviv.es/es/) ökade bostadspriserna i provinsen Alicante med 122,2 % under perioden från det första kvartalet 2000 till och med det tredje kvartalet 2009 (denna tidsperiod valdes eftersom den motsvarar den period som användes i Euroval-rapporten för 2000: januari 2000–augusti 2009). En snabb blick på tidsserien visar att huspriserna steg snabbast i början av den berörda tidsperioden.

Samma statistiska källa innehåller också uppgifter om markpriser, men tyvärr inleds serien först 2004. Det genomsnittliga priset per kvadratmeter stadsmark i provinsen Alicante var 234,3 euro/m^2 under första kvartalet 2004. Motsvarande siffra för kommuner med mer än 50 000 invånare i provinsen Alicante var 464,9 euro/m^2 under första kvartalet 2004.

Eftersom priset på mark som kan användas för exploatering av stadsmark har ett nära samband med bostadspriserna är det möjligt att räkna fram en ungefärlig deflator för markpriserna under perioden från första kvartalet 2004 till det fjärde kvartalet 2003 genom att titta på inflationen för huspriser under samma period. Enligt det spanska bostadsministeriet ökade huspriserna i provinsen Alicante med 80,1 % över perioden mellan det första kvartalet 2000 och det tredje kvartalet 2003.

Oavsett om man använder det genomsnittliga markpriset för provinsen som helhet (234 euro/m^2 första kvartalet 2004), eller för stora kommuner (464,9 euro/m^2 första kvartalet), skulle en deflator i den storleksordningen (+/- 80 %) leda till ett mycket lägre markpris första kvartalet 2000 än det som anges i Eurovals rapport.

Det är också värt att påpeka att rapporterna motsäger varandra när det gäller prisutvecklingen. På sidan 18 i 2000 års rapport förtecknas som sagt nio transaktioner inbegripet kvadratmeterpriset. Dessa transaktioner ägde rum mellan december 1999 och september 2000 och det genomsnittliga priset var 1 111,7 euro per kvadratmeter. Detta värde används som riktmärke för kontorslokaler i Ciudad de la Luz-komplexet.

Rapporten för 2009 följer samma metod. På sidan 18 förtecknas sju transaktioner som ägde rum mellan april 2007 och december 2008. Det genomsnittliga värdet är 2 736,22 euro per kvadratmeter. Rapporten för 2009 är alltså ett skriande bevis på att fastighetsinflationen var betydligt större än de 33,5 % som användes i rapporten för 2000. Om vi jämför de båda rapporterna får vi en inflation på 146,1 %. Detta stämmer överens med rapporterna från bostadsministeriet: mellan första kvartalet 2000 och det andra kvartalet 2008 (den period som omfattar merparten av de transaktioner som togs upp i 2009 års rapport) ökade bostadspriserna i provinsen Alicante med 152,1 %.

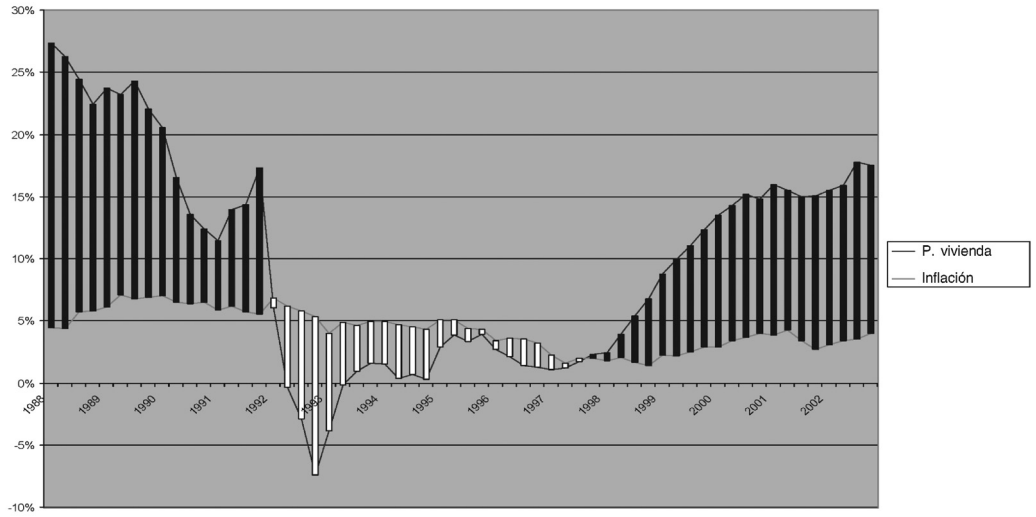
Att siffrorna i 2009 års rapport deflateras med 15 % för att fastställa aktuella priser förändrar inte den övergripande bilden av den storleksordning som det rör sig om.

För övrigt kan vi också upprepa att det inte är rimligt att använda priser för små kontor i centrala Alicante för att fastställa ett riktmärke för Ciudad de la Luz-komplexet.

Två ytterligare anmärkningar bör hållas i minnet. För det första ökar markpriser oftast snabbare än slutliga huspriser under perioder av fastighetsboom. I vilket fall som helst underskattar husprisindexet inflationen på markpriser. För det andra är det genomsnittliga markpriset för stora kommuner sannolikt inte representativt för markpriser på en plats som den där Ciudad de la Luz ligger. I själva verket baseras de flesta underliggande uppgifter som används för att konstruera detta genomsnittspris på mark i städer eller i deras omedelbara närhet (t.ex. förortsområden, ”urbanizaciones”), medan Ciudad de la Luz ligger utanför staden på en plats med få (om några) bostäder.

Slutligen illustreras husprisinflationen av det material som används för att undervisa andraårsstudenter vid Universidad Carlos III de Madrid och som finns på http://www.eco.uc3m.es/~ricmora/ee/, material, Tema I, bild 67, som vi återger nedan. Detta grafiska belägg bekräftar ytterligare att huspriserna har ökat mycket snabbare än KPI/ICP.

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



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

I samtliga rapporter är de argument som används för att visa att kostnaderna för markutveckling är noll ganska tunna, eftersom det måste uppstå vissa ytterligare kostnader.

När det slutligen gäller kontorskomplexet (NNT) visar skillnaden på 35 % (2002) eller mer än 50 % (2000) mellan de värden som erhålls med de två värderingsmetoderna (dynamisk residualmetod och ökning i KPI) hur ytterst spekulativ hela övningen är.

4.1.b Rapporter om värderingen av den tomt som var avsedd för ett hotellkomplex (NNH-tomten)

Rapporterna från 2000 och 2002 om den andra tomten (NNH) har samma begränsningar (t.ex. användning av felaktig deflator, avsaknad av motivering för att inte använda värderingsmetoder som fastställts i spansk lag osv). Som anges ovan är ingen av dessa rapporter undertecknad eller stämplad.

Det bör dock lämnas några kompletterande kommentarer. I rapporterna för 2000 och 2003 fastställs riktpriser för hotellrum med hjälp av genomsnittliga priser. Källan anges dock inte, och inte heller framgår det om priserna avser provinsen Alicante (2002 års rapport) eller regionen Valencia (2000 års rapport).

De genomsnittliga priser som räknas fram är 44,95 euro/natt i 2000 års rapport och 47,65 euro/natt i 2002 års rapport. Även om de källor som ligger till grund för dessa värden inte har angivits, är de inte oförenliga med tidigare siffror.

I 2009 års rapport lämnas däremot en förteckning på sex välplacerade hotell, samtliga fyr- eller femstjärniga, för att fastställa ett riktpris på 104 euro/natt. Det lämnas ingen förklaring till varför metoden för att fastställa riktpriser skiljer sig från den som använts i rapporterna 2000 och 2002och framför allt är det svårt att förstå varför fokus ligger på fyr- och femstjärniga hotell. Finns det någon indikation på att det finns en efterfrågan på fyr- och femstjärniga hotell utanför Alicante, alldeles bredvid en motorväg och ett industriområde?

Det är ganska avslöjande att det enda hotell som ligger i närheten av Ciudad de la Luz-komplexet har uteslutits. Det senare hotellet är ett IBIS-hotell vars priser börjar på 49 euro/natt *för sommaren 2010* (http://www.ibishotel.com/gb/reservation/multirates.jshtml, läst den 24 februari 2010). Lyxlägenheter i närheten av en golfbana (relativt nära Ciudad de la Luz) kostar 80 euro/natt i augusti 2010 (högsäsong, se http://www.hotelesoasis.com/WebOasis/EN/ficha_hotel/plantio_golf/descripcion.jsp, läst den 24 februari 2010).

Rapporten 2009 för NNH-tomten innehåller också vissa överraskande påståenden. Till en början blir man glatt överraskad av att den metod som används för att göra värderingen är förenlig med lagen (på sidan 13 anges följande: ”Metodreferenserna är de kriterier som fastställs i ministerdekret ECO 805/2003 om fastighetsvärdering och lag 6/1998 av den 13 april 1998 om markvärdering, eftersom syftet med värderingen är att fastställa värdet i dag.” På sidan 25 upptäcker man dock att värderingsrapporten trots allt *inte* följer de krav som anges i ministerdekretet: ”I enlighet med artikel 61.1 b i order ECO 805/2003 från mars 2003 om regler för fastighetsvärdering vill vi påpeka att denna värderingsrapport inte formellt följde det dekretet eftersom rapporten har ett annat syfte än det som anges för dekretets tillämpningsområde” (*por ser su finalidad distinta al objeto de aplicación de la misma*).

Det är också intressant att notera att det finns en enorm skillnad i uppskattningarna per kvadratmeter för de båda tomterna (NNH och NNT). Även om vi inte förnekar att de planerade användningsområdena (kontor jämfört med hotell) kan förklara en del av skillnaden är klyftan fortfarande slående. För hotell varierar värdena från 144,12 euro/m^2 (2000) till 188,35 euro/m^2 2009. För kontorslokaler varierar värdena från 491,64 euro/m^2 (2000) till 800 euro/m^2 2009. Vad kan förklara den betydande skillnaden i prisutvecklingen (inflation) för dessa två tomter bredvid varandra? Hur är det möjligt med denna skillnad på mer än 300 %?

Ska vi dra slutsatsen att den beror på att den metod som används för att värdera den tomt som är avsedd för hotell ligger närmare den lagstadgade standarden? Eller är det för att insynen i priset på en hotellnatt är bättre?

Dessutom hävdas att rörliga kostnader motsvarar 50 % av intäkterna (t.ex. på sidorna 18 och 19 i 2009 års rapport). Var kommer beräkningen av dessa stora marginaler ifrån?

Byggnadskostnaderna beräknas på grundval av en riktprismodul. För 2000 och 2002 års rapporter har korrekta siffror valts. Men för 2009 används 2006 års siffra. Varför?

4.2 *Riskpremier*

Vi noterar också att det i rapporten erkänns att investeringar i hotellanläggningar är mer riskfyllda än investeringar i kontorslokaler (t.ex. sidorna 12 och 26 i 2000 års rapport). De spanska myndigheterna har hela tiden talat om uppförandet av ett hotellkomplex.

På liknande sätt anges i rapporten att diskonteringsräntan (*tipo de actualización*) beräknas enligt följande formel (sidan 16 i 2000 års rapport):

i = riskfri ränta + riskpremie

På samma sida finns en tabell över de lägsta riskpremier som ska tillämpas. De relevanta premierna är högre än den i förväg förväntade avkastningen på investeringen i Ciudad de la Luz.

Slutligen är den riskpremie som används i beräkningarna på sidan 21 i 2000 års rapport (10 %) lägre än den som anges i motsvarande tabell på sidan 16 (11 %).

4.3 *Trovärdiga värderingar*

För att få fram en trovärdig värdering av marken borde värderingar från cirka 2000 av olika tomter som hade liknande egenskaper i fråga om storlek och placering (nära industriområdet Agua Amargas) och som var avsedda för ”tertiär användning” och ”hotellanvändning” ha lagts fram.