



UvA-DARE (Digital Academic Repository)

Update waarde van kavel A7: methodedocument t.b.v. marktconsultatie door ministerie van EZ

Kerste, M.; Poort, J.

Publication date

2013

Document Version

Final published version

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Kerste, M., & Poort, J. (2013). *Update waarde van kavel A7: methodedocument t.b.v. marktconsultatie door ministerie van EZ*. (SEO-rapport; No. 2013-45). SEO Economisch Onderzoek. <http://www.seo.nl/pagina/article/update-waarde-van-kavel-a7-methodedocument-tbv-marktconsultatie-door-ministerie-van-ez/>

General rights

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

Update waarde van kavel A7



Amsterdam, juli 2013
In opdracht van Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie

Update waarde van kavel A7

Methodedocument t.b.v. marktconsultatie door ministerie van EZ

Marco Kerste

Joost Poort (IViR)



seo economisch onderzoek

“De wetenschap dat het goed is”

SEO Economisch Onderzoek doet onafhankelijk toegepast onderzoek in opdracht van overheid en bedrijfsleven. Ons onderzoek helpt onze opdrachtgevers bij het nemen van beslissingen. SEO Economisch Onderzoek is gelieerd aan de Universiteit van Amsterdam. Dat geeft ons zicht op de nieuwste wetenschappelijke methoden. We hebben geen winstoogmerk en investeren continu in het intellectueel kapitaal van de medewerkers via promotietrajecten, het uitbrengen van wetenschappelijke publicaties, kennisnetwerken en congresbezoek.

SEO-rapport nr.2013-45
ISBN 978-90-6733-708-3

Copyright © 2013 SEO Amsterdam. Alle rechten voorbehouden. Het is geoorloofd gegevens uit dit rapport te gebruiken in artikelen en dergelijke, mits daarbij de bron duidelijk en nauwkeurig wordt vermeld.

Inhoudsopgave

1	Inleiding.....	1
1.1	Aanleiding en doel.....	1
1.2	Reacties op het consultatiedocument en verdere procedure.....	2
1.3	Leeswijzer	3
2	Impact latere startdatum op modellen	5
3	specifieke aanpassingen kasstroom-variabelen.....	7
3.1	Non-distributie materiële activa en werkkapitaal	7
3.1.1	Initiële rekenmethodiek	7
3.1.2	Wijzigingen in update waardering A7.....	7
3.2	Netto werkkapitaal	8
3.3	Distributieactiva - ether.....	8
3.3.1	Initiële rekenmethodiek	8
3.3.2	Wijzigingen in update waardering A7.....	8
3.4	Distributieactiva – digitale distributie.....	8
3.4.1	Initiële rekenmethodiek	8
3.4.2	Wijzigingen in update waardering A7.....	9
4	Exogene variabelen.....	11
4.1	Discontovoet (WACC).....	11
4.1.1	Initiële rekenmethodiek	11
4.1.2	Wijzigingen in update waardering A7.....	11
4.2	Netto advertentieopbrengsten en inflatie.....	11
4.2.1	Initiële rekenmethodiek	11
4.2.2	Wijzigingen in update waardering A7.....	12
5	Afwijkende omstandigheden	13
5.1	Mogelijk te kwantificeren omstandigheden	13
5.2	Overige factoren die de veilingprijs kunnen beïnvloeden	15
	Literatuurlijst	19

1 Inleiding

1.1 Aanleiding en doel

Het ministerie van Economische Zaken (EZ) is onder meer belast met de uitgifte van frequentielicenties voor omroepdiensten. In dit kader werden de bestaande licenties voor FM- en middengolfomroep per september 2011 onder bepaalde condities verlengd. De minister heeft de waarde van de vergunningen gebaseerd op een onderzoek in opdracht van EZ door een consortium bestaande uit SEO Economisch Onderzoek (SEO), het Instituut voor Informatierecht (IViR) en TNO Informatie- en Communicatietechnologie.¹

Onder de te waarderen vergunningen bevond zich de vergunning voor kavel A7, dat ten tijde van de verlenging niet in gebruik was. Daarom is voor dit kavel een procedure gevolgd waarbij verlening plaats zou vinden uitgaande van een financieel instrument van 80% van de waardering berekend door SEO. Aanvragers konden bovenop dit financieel instrument een bod doen. De vergunning A7 werd echter niet in 2011 verleend omdat geen van de aanvragers aan de vergunningsvoorwaarden voldeed.

Ondertussen is heeft EZ de vergunning voor kavel A7 geveild. Hierbij is het van belang dat er een gelijk speelveld bestaat tussen de huidige vergunninghouders van de overige landelijke kavels en de nieuwe vergunninghouder van de vergunning voor kavel A7. De minister van EZ verwoordde dit als volgt in het AO Telecom van 27 april 2011: “[d]e vergunninghouders van wie de vergunning wordt verlengd, moeten in een vergelijkbare positie worden gebracht als de partijen die een vergunning verwerven in een veiling onder een vergelijkende toets. Er moet dus wel een gelijk speelveld zijn”. Het uitgangspunt is altijd geweest dat bij de samenloop van een verlenging en een verlening het totaal aan financiële verplichtingen in beide gevallen vergelijkbaar moet zijn. Daarom moeten de financiële verplichtingen voor de houders van de vergunningen voor de kavels A1 tot en met A3, A6 en A7 economisch gelijkwaardig zijn, dus met verdiscontering van relevante verschillen tussen deze kavels, zoals demografisch bereik en looptijd van de vergunning. Indien na de uitgifte vast staat welke financiële verplichtingen voor de verkrijger van A7 resulteren zal worden getoetst of in het licht daarvan de financiële verplichtingen voor de huidige vergunninghouders vergelijkbaar zijn, rekening houdend met relevante verschillen tussen de kavels.

Als input voor de discussie over het al dan niet toepassen van een correctiemechanisme, heeft de minister van EZ aan SEO verzocht om de waarde van de vergunning voor kavel A7 opnieuw te bepalen met het oog op eventueel gewijzigde objectieve kavelkenmerken en gewijzigde omstandigheden sinds de vorige waardering. Omdat de veilingprijs tot stand komt op een ander tijdstip, en daarmee mogelijk onder andere omstandigheden, dan de eerdere waardering van de vergunning voor kavel A7 door SEO, moeten eventueel gewijzigde zaken immers worden

¹ Zie Poort, Kerste, *et al.* (2010), Poort, Kerste, *et al.* (2011) en de SEO-notitie d.d. 23-12-2011 waarin de definitieve waarden die volgen uit het onderzoek worden weergegeven.

meegenomen in de waardering van de vergunning om deze vergelijkbaar te maken met de veilingprijs.²

In dit document wordt de methodiek uiteengezet om de waarde van de vergunning voor kavel A7 opnieuw te bepalen met het oog op gewijzigde objectieve kavelkenmerken en gewijzigde omstandigheden. De in dit document voorliggende methodiek is een concept, dat nog verdere uitwerking behoeft. Het doel van de consultatie is om marktpartijen inzicht te verschaffen in de opgestelde methodiek en hen in de gelegenheid te stellen hierop te reageren. Hierdoor kan sectorkennis en eventuele feedback uit de markt in een zo vroeg mogelijk stadium worden meegenomen bij het verder uitwerken van de methodiek. Het gaat hier expliciet om een consultatie van de methodiek om wijzigingen van objectieve kavelkenmerken en gewijzigde omstandigheden te verwerken in een update van de waarde van de vergunning voor kavel A7, gegeven de eerder door SEO toegepaste waarderingmethode. De eerder door SEO toegepaste waarderingmethode wordt hier niet geconsulteerd.

1.2 Reacties op het consultatiedocument en verdere procedure

De methodiek voor het bepalen van de waarde van de vergunning voor kavel A7 gegeven gewijzigde objectieve kavelkenmerken en gewijzigde omstandigheden wordt in dit document stapsgewijs toegelicht. Op een aantal plekken zijn specifieke vragen geformuleerd. U wordt gevraagd in uw reactie in ieder geval te reageren op de vragen en reacties zoveel mogelijk toe te lichten en te onderbouwen (kwalitatief en/of kwantitatief). Op deze wijze kunnen SEO Economisch Onderzoek en het IViR een betere afweging maken van de verschillende standpunten bij het opstellen van de methodiek. Het staat daarnaast vrij een algemene reactie op te nemen.

Reacties op dit consultatiedocument kunnen digitaal worden aangeleverd via de voor deze consultatie ingerichte pagina op www.internetconsultatie.nl.

Papieren zienswijzen kunnen worden gezonden aan:

Ministerie van Economische Zaken

t.a.v. Ir. R. Corbijn

DGETM, Directie TM

aanleverpunt: C-Zuid-3^e-A13

Postbus 20401

2500 EK Den Haag

Reacties op dit consultatiedocument dienen uiterlijk vrijdag 20 september 2013 12:00 uur te zijn ontvangen. Reacties na deze datum worden niet meegenomen in het kader van de consultatie.

Indien partijen menen dat (delen van) hun reactie vertrouwelijk zijn, worden zij verzocht dit bij het inzenden van de reactie kenbaar te maken.

² In de woorden van de minister: “economisch gelijkwaardig..., dus met verdiscontering van relevante verschillen tussen deze kavels” (Ministerie van EZ, brief aan tweede kamer, 24 oktober 2011).

Bij eventuele vragen over de procedure van de consultatie, kunt u per mail contact opnemen met Rene Corbijn, projectleider vanuit het ministerie van Economische Zaken. U wordt verzocht inhoudelijke vragen in uw reactie op het consultatiedocument op te nemen. Inhoudelijke vragen worden dus niet gedurende de consultatiefase beantwoord.

SEO Economisch Onderzoek en het IViR zullen de ingebrachte zienswijzen beoordelen en daar waar relevant opnemen in een advies over de methodiek die uiteindelijk moet leiden tot de actuele waarde van de vergunning voor kavel A7, op basis van de oorspronkelijke methodiek met inachtneming van de gewijzigde omstandigheden.

EZ legt alle ingebrachte zienswijzen en het door SEO opgestelde advies over de methodiek, voorzien van een verantwoording over hoe de zienswijzen zijn betrokken bij de totstandkoming van de methodiek, vervolgens voor aan een objectieve onafhankelijke derde voor een second-opinion. Na beoordeling en eventuele aanpassing van de methodiek zal de actuele waarde van de vergunning voor kavel A7 worden berekend met behulp van de methodiek.

Op basis van de dan voorliggende cijfers, te weten de uitkomst van de veiling van de vergunning voor kavel A7 en de update van de waarde zoals door SEO uitgevoerd, zal de minister zich beraden over de uitkomsten en vervolgens eind oktober een besluit nemen over een eventuele correctie en, indien daartoe besloten wordt, de hoogte daarvan.

1.3 Leeswijzer

Het aanpassen van de startdatum en – gegeven een gelijkblijvende einddatum – totale vergunningsperiode heeft gevolgen voor de invulling van de modellen die ten grondslag liggen aan de eerdere waardeberekening door SEO. Hoofdstuk 2 en 3 gaan in op de impact op de verschillende modellen.

Daarnaast zijn door het verstrijken van de tijd de marktomstandigheden gewijzigd, met gevolgen voor de exogene variabelen die als input dienden voor de waardeberekening. Hoofdstuk 4 bespreekt de veranderingen in deze variabelen.

Hoofdstuk 5 gaat nader in op andere gewijzigde omstandigheden die specifiek betrekking hebben op de vergunning voor kavel A7 en die van invloed (kunnen) zijn op de waarde ervan.

2 Impact latere startdatum op modellen

De startdatum voor de nieuwe vergunninghouder op kavel A7 ligt later dan de startdatum van de verlenging waar in de eerdere berekening van uit is gegaan (1 september 2011). Dit heeft geen gevolgen voor de verklaringsmodellen voor de kasstromen, zoals zij op basis van de verbanden die uit de econometrische analyses volgden en zijn gerapporteerd in de hiervoor aangehaalde notities. Ook de door TNO berekende investeringen en operationele kosten van de distributienetwerken blijven – afgezien van het effect van inflatie – gelijk.

Wel veranderen de inputvariabelen om tot projecties te komen. Dit heeft gevolgen voor zowel de geprojecteerde inkomende als uitgaande kasstromen voor een toetreders op dit kavel en daarmee op de waarde. In zijn algemeenheid gelden de volgende verschillen:

- Door de latere startdatum en de gelijkblijvende einddatum is de looptijd van de vergunning korter. Dit heeft een algemeen effect op de (meeste) variabelen in het kasstroomschema. Hierdoor worden immers over een kortere periode inkomsten gegenereerd en kosten gemaakt.
- De verkorte looptijd heeft tevens enkele meer specifieke effecten: fiscale afschrijftermijnen worden korter, desinvesteringen worden na een kortere periode gedaan en de kasstromen worden over een kortere periode contant gemaakt.
- Door de latere startdatum worden kasstromen vanaf een later moment in de tijd gegenereerd, te weten vanaf de nieuwe startdatum van de vergunning. De economische achtergrond in termen van het prijspeil en de omvang van de advertentiemarkt op het moment van toetreding zijn daardoor anders dan bij toetreding per 1 september 2011.³ Dit heeft gevolgen voor exogene inputvariabelen, in het bijzonder de *weighted average cost of capital*, de netto advertentieopbrengsten en de inflatie.

De algemene effecten van de kortere looptijd, in termen van lagere opbrengsten en kosten, worden meegenomen in de update van de waardering van de vergunning voor kavel A7 door de startdatum in de modelberekeningen later in de tijd te plaatsen, bij een gelijkblijvende einddatum. Concreet worden over een kortere periode opbrengsten en kosten gerealiseerd en doorlopen deze variabelen een korter deel van de ingroei-curve, zoals die is vastgesteld in Poort, Kerste, et al. (2010), Poort, Kerste, et al. (2011) en Kerste en Poort (2011). Dit leidt rechtstreeks tot lagere opbrengsten en kosten in de kasstromen die aan de waardering ten grondslag liggen.

De specifieke aanpassingen die als gevolg van de kortere looptijd moeten worden uitgevoerd op posten van het kasstroomschema en die verder gaan dan de generieke gevolgen voor inkomsten en kosten, worden in het volgende hoofdstuk besproken. Het gaat daarbij om de gevolgen van de vergunningsduur op de fiscale afschrijftermijnen van activa. De gevolgen voor de exogene inputvariabelen worden in het hoofdstuk 4 nader toegelicht

³ Dit verschil geldt uiteraard tijdens de hele duur van de vergunning; het 2^e, 3^e etc. jaar van de vergunning heeft ook een andere economische achtergrond in termen van inflatie en advertentiemarktontwikkeling dan het 2^e, 3^e etc. jaar bij een startdatum op 1-9-2011.

3 Specifieke aanpassingen kasstroomvariabelen

Dit hoofdstuk beschrijft de impact van de latere startdatum van de vergunning voor kavel A7 op de inschatting van individuele variabelen in het kasstroomschema. Het gaat daarbij om de gevolgen van de vergunningsduur op de fiscale afschrijftermijnen van activa. Op basis van de initiële waardering is op voorhand duidelijk dat deze wijzigingen geen grote gevolgen hebben voor de waarde. Hoewel uit oogpunt van transparantie belang wordt gehecht aan een heldere uiteenzetting van deze wijzigingen, zij vermeld dat de invloed ervan zeer beperkt is.

Vraag 1: Hieronder wordt de manier, waarop de impact van de kortere looptijd op enkele specifieke kasstroomvariabelen kan worden bepaald, toegelicht. Heeft de kortere looptijd naar uw mening nog impact op andere specifieke kasstroomvariabelen?

3.1 Non-distributie materiële activa en werkkapitaal

3.1.1 Initiële rekenmethodiek

Non-distributie materiële activa kunnen bestaan uit bijvoorbeeld computers en kantoormeubels.⁴ Het niveau van deze activa bleek in het Addendum niet significant samen te hangen met het aantal jaar dat een speler actief is. Bijgevolg is de balanswaarde gedurende de looptijd van de vergunning constant gehouden in reële termen. In het nominale kasstroomschema liep deze post op met het algemene prijspeil.

Onder de aanname dat deze activa gemiddeld in de zes jaar van de vergunningsperiode volledig worden afgeschreven, in combinatie met het constante niveau van de balanswaarde in reële termen, zijn de corresponderende afschrijvingen en investeringen afgeleid. Aan het eind van de looptijd van de vergunning werd een desinvestering geboekt ter hoogte van de resterende balanswaarde.

3.1.2 Wijzigingen in update waardering A7

Doordat deze variabele niet afhangt van het aantal jaar dat een speler actief is, verandert de methodiek van berekening niet in de gewijzigde situatie voor kavel A7. De (reële) balanswaarde aan het einde van de looptijd zal, ook bij een kortere looptijd, gelijk zijn aan de balanswaarde aan het begin van de looptijd. De afschrijvingen en investeringen kunnen op dezelfde manier worden afgeleid als in de initiële rekenmethodiek.

⁴ Gebouwen zijn behandeld als huurkosten en niet meegenomen onder investeringen/afschrijvingen.

3.2 Netto werkkapitaal

Op netto werkkapitaal wordt niet afgeschreven. Deze variabele wordt grotendeels verklaard aan de hand van de opbrengsten, waardoor het netto werkkapitaal in de nieuwe situatie wijzigt naar gelang de impact van het ingroeipad op de opbrengsten.

3.3 Distributieactiva - ether

Distributie-activa zijn onderscheiden in activa benodigd voor distributie via de ether en via DAB. TNO heeft separate inschattingen opgesteld voor de bijbehorende investeringen, afschrijvingen en exploitatiekosten.

3.3.1 Initiële rekenmethodiek

TNO heeft ter bepaling van de ether-distributiekosten geen FM-radioplanning per kavel uitgevoerd, maar zich gebaseerd op door AT verstrekte assignment-gegevens (opstelpunten, maximale ERP, antennehoogte).

In het Addendum werd verder aangenomen dat distributieactiva fiscaal worden afgeschreven in zes jaar, in lijn met de looptijd van de vergunningen. Voor de economische levensduur werd uitgegaan van 12 jaar.⁵ De economische restwaarde werd vervolgens aan het einde van de vergunning als desinvestering geboekt.

3.3.2 Wijzigingen in update waardering A7

Door de kortere looptijd in de nieuwe situatie wijzigt de fiscale afschrijvingsperiode.⁶ Daardoor worden de jaarlijkse fiscale afschrijvingen hoger. De economische levensduur wijzigt ook, omdat net als in de oorspronkelijke waarderingsmethodiek nu wordt aangenomen dat de economische levensduur per 31-8-2023 (zes jaar na afloop van de eerste verlengingsperiode) eindigt. Door de kortere looptijd wijzigt de economische restwaarde aan het einde van de looptijd.

3.4 Distributieactiva – digitale distributie

3.4.1 Initiële rekenmethodiek

De kosten van digitale distributie (DAB) voor landelijke kavels zijn door TNO gebaseerd op een planning waarbij het bestaande DAB-netwerk van KPN Broadcast, waarop programma's van de NPO werden uitgezonden, als voorbeeld heeft gediend.⁷ De planning voor het landelijke kavel (11C) is verkregen door uitbreiding van de sites van het NPO-netwerk totdat ca. 90%

⁵ Een technische levensduur van FM-apparatuur van 15 jaar is geen ongebruikelijke aanname. Het ligt evenwel in de rede op dit punt aan te sluiten bij het beleidsvoornemen om FM bij succes van DAB uiterlijk zes jaar na 2017 af te schakelen. Dit maakte een economische levensduur van 12 jaar het meest logische uitgangspunt.

⁶ Hier zit mogelijk een grens aan, omdat de fiscus een minimum zal stellen aan de fiscale afschrijfstermijn van materiële activa. In het kader van deze analyse is geen extern advies ingewonnen op dit terrein en aangenomen dat de looptijdscenario's binnen de toegestane grenzen vallen.

⁷ Er is verder uitgegaan van een netwerkconfiguratie op basis van DAB+technologie in lijn met de minimale verzorgingseisen, zonder netwerkoptimalisatie en redundantiemaatregelen.

geografische dekking (geheel Nederland) werd bereikt. Dit kavel wordt geacht gebruikt te worden door de landelijke vergunninghouders en geeft ruimte aan 18 digitale radiokanalen met een onderling identiek capaciteitsbeslag.

In het berekenen van de investeringen, afschrijvingen en operationele kosten voor DAB is uitgegaan van het totale kavel en is een economische levensduur van 8 jaar verondersteld.⁸ De fiscale afschrijvingsperiode is net als bij de distributieactiva voor ether vastgesteld op 6 jaar. De economische restwaarde wordt aan het einde van de vergunning als desinvestering geboekt. In het toewijzen van de (des)investeringen en kosten is er ten slotte van uitgegaan dat elke vergunninghouder 1/18 deel van de investering en de kosten voor zijn rekening neemt.

3.4.2 Wijzigingen in update waardering A7

De startdatum van de vergunning en de kortere looptijd hebben in potentie invloed op de (des)investering, afschrijvingen en operationele kosten. De daadwerkelijke bedragen hangen af van de onderhandeling met de eigenaren van kavel 11C. Voorgesteld wordt om hier als uitgangspunt te nemen dat de toetreders precies dezelfde afspraken kan bedingen als die zouden volgen uit de fictieve situatie dat alle vergunninghouders met dezelfde gewijzigde omstandigheden te maken zouden hebben. Dat betekent concreet dat de investering een kortere fiscale afschrijvingsperiode heeft, maar eenzelfde economische levensduur van 8 jaar, en dat alle variabelen vervolgens op dezelfde wijze worden gedeeld door 18.

Vraag 2: Wat zijn volgens u de investeringen en operationele kosten in elk van de vergunningsjaren die een nieuwkomer op kavel A7 zal moeten maken om aanspraak te maken op 1/18^e deel van het landelijke kavel (11C)? Speelt de verkorte looptijd hierbij een rol en, zo ja, in welke zin? Wij verzoeken u uw reactie op deze vraag zo veel mogelijk te onderbouwen met concrete stukken zoals kostenberekeningen of contracten.

⁸ In afwijking van FM is voor DAB-apparatuur gekozen voor een afschrijftermijn van 8 jaar zoals de OPTA die ook hanteert voor zenderinstallaties voor mobiele communicatie. Dit heeft te maken met de kortere economische levensduur van state-of-the-art digitale technologie.

4 Exogene variabelen

4.1 Discontovoet (WACC)

4.1.1 Initiële rekenmethodiek

Het rapport *Waarde commerciële radiovergunningen* (Poort, Kerste, *et al.*, 2010) bespreekt in paragraaf 4.7 de berekening van de *weighted average cost of capital* (WACC). In het Addendum (Poort, Kerste *et al.*, 2011) wordt deze berekening getoetst aan de hand van de input tijdens de consultatie.

De WACC wordt berekend door de onderliggende variabelen te schatten, deels op basis van een tweetal internationale peer groups. Voor het berekenen van de *cost of equity* wordt gebruik gemaakt van het veelgebruikte *capital asset pricing model* (CAPM). De kostenvoet van het vreemd vermogen wordt berekend als de risicovrije rentevoet plus een opslag (zoals banken in het algemeen rente op leningen bepalen), rekening houdend met de aftrekbaarheid van rente.

4.1.2 Wijzigingen in update waardering A7

De methodiek om de WACC te bepalen, en de daarbij gebruikte uitgangspunten, staat hier niet ter discussie. De uitgangspunten zoals geformuleerd in het Addendum (Poort, Kerste *et al.*, 2011) zijn derhalve leidend. Gekeken wordt uitsluitend naar wijzigingen in de gebruikte variabelen in de tijd, gebruik makend van dezelfde *peer groups* en rekenmethoden. Per variabele wordt door SEO/IViR geïnventariseerd of er reden is om aan te nemen dat de waarde is gewijzigd tussen de waardebepaling in 2011 en de veiling, en wat de richting van die wijziging is. Waar mogelijk wordt een inschatting van de (procentuele) omvang van de wijziging gemaakt.

Vraag 3: Graag ontvangen wij, in aanvulling van de informatie die SEO/IViR verzamelt, van u informatie die volgens u aantoont of, en zo ja in hoeverre, elk van de volgende variabele is gewijzigd sinds de waardebepaling in 2011: risicovrije rente, rente-opslag, asset beta (d.w.z. de gemiddelde beta voor de peer group van radiobedrijven na deleveraging), markttriscopremie, rente-opslag en leverage (d.w.z. verhouding vreemd versus totaal vermogen).

Voor de volledigheid zij vermeld dat het dus niet gaat om de waarde van de variabelen op het moment van de veiling, maar om de verandering in de waarden ten opzichte van de waarden die gebruikt zijn in de waardebepaling in 2011 (zie Poort, Kerste *et al.*, 2011).

4.2 Netto advertentieopbrengsten en inflatie

4.2.1 Initiële rekenmethodiek

Het rapport *Waarde commerciële radiovergunningen* (Poort, Kerste, *et al.*, 2011) bespreekt in paragraaf 4.8 het verband tussen de ontwikkeling van de economie (groei bbp) en de netto advertentieopbrengsten (NAO) in de radiomarkt. Geconstateerd wordt dat een sterke groeivertraging of krimp van het bbp versterkt wordt doorvertaald in de NAO, en zich

doorgaans in 2 tot 3 jaar herstelt. Mede op basis van verwachtingen door partijen als RAB, BVA en PMA is verondersteld dat de radioadvertentiemarkt op termijn structureel per jaar 0,25% achterblijft op de nominale bbp-ontwikkeling. Voor het groeipad naar de structurele groei, is gekeken naar voorspellingen voor advertentieopbrengsten in Nederland en internationaal.

4.2.2 Wijzigingen in update waardering A7

Voor iedere in 2010/2011 gehanteerde variabele dient voor de waardebeoordeling 2013 zo veel als mogelijk uitgegaan te worden van de actuele situatie aan de hand van de meest recente gegevens. De waarde van een vergunning dient conform Telecomwet nu eenmaal bepaald te worden in het jaar van de verlening.

Vanzelfsprekend zijn er thans voor meer jaren definitieve cijfers bekend over de netto advertentieopbrengsten. Concreet zijn op basis van publicaties van de RAB jaarcijfers bekend tot en met 2012 en ook zijn gegevens bekend over het eerste kwartaal van 2013. Hierdoor kan, net zoals bij de oorspronkelijke methodiek het geval was, de meest actuele informatie gebruikt worden voor de inschatting van de netto advertentieopbrengsten in de komende jaren. Daarnaast kunnen deze cijfers, alsmede recentere realisatiecijfers en voorspellingen over de economische ontwikkeling en inflatie in de komende jaren op basis van de meest recente publicaties van CBS en CPB, gebruikt worden om het pad naar structurele groei in te schatten. Voor de structurele groei kunnen vervolgens dezelfde aannames worden gehanteerd als in de initiële waardering.

Vraag 4: In deze paragraaf is de manier, waarop de impact van de latere startdatum op de netto advertentieopbrengsten kan worden bepaald, toegelicht en zijn de daarvoor te gebruiken bronnen vermeld. Zijn er naar uw mening nog aanvullende elementen waarmee rekening moet worden gehouden in het bepalen van die impact? Mocht u over aanvullende relevante informatie beschikken om de marktontwikkeling in te schatten, ontvangen wij deze graag.

5 Afwijkende omstandigheden

De latere startdatum die in de voorgaande hoofdstukken centraal staat, betreft een wijziging in een van de objectieve kavelkenmerken die ten grondslag liggen aan de waardering van de radiolicensies door SEO. De impact hiervan kan binnen de bestaande methodiek worden berekend door de relevante verklarende variabele te wijzigen en het rekenmodel aan te passen op de punten zoals beschreven in de voorgaande hoofdstukken.⁹

Los van wijzigingen in objectieve kavelkenmerken kunnen er ook afwijkende omstandigheden gelden, ten opzichte van de omstandigheden ten tijde van de initiële waardering van kavel A7 door SEO, die van invloed zijn op de waarde van de vergunning voor kavel A7 en de prijs die thans volgt uit de veiling. Ex ante kan een inschatting worden gemaakt van afwijkende omstandigheden die mogelijk leiden tot een afwijkende prijs, en kan getracht worden een indicatie te geven van het effect hiervan.

In de volgende paragrafen wordt eerst ingegaan op mogelijk afwijkende omstandigheden die (deels) te kwantificeren zijn en vervolgens op mogelijk afwijkende omstandigheden die niet of zeer moeilijk te kwantificeren zijn.

5.1 Mogelijk te kwantificeren omstandigheden

Het SEO-waarderingsmodel kan als uitgangspunt worden gebruikt om een indicatie in bandbreedtes te geven van het effect van bepaalde afwijkende omstandigheden op de waarde van de vergunning voor kavel A7.

Pre-set en marktaandeel

Bij de waardebepaling van de kavels die per 9-2011 zijn verlengd, is aangesloten bij een situatie dat een bestaande vergunninghouder wordt vervangen door een efficiënte nieuwkomer. Doordat A7 sinds maart 2009 ongebruikt is, komt een toetreders op A7 niet direct in de plaats van een bestaande speler. Luisteraars hebben als gevolg daarvan ten tijde van de veiling ruim vier jaar de tijd gehad hun luistergedrag aan te passen aan de nieuwe marktsituatie. Ook is het zeer aannemelijk dat het station bij luisteraars is verdwenen van alle presets: zappend langs hun presets zullen ze de nieuwe vergunninghouder dus niet tegenkomen en op die manier leren kennen, terwijl dat het geval zou zijn geweest indien een nieuwkomer zonder onderbreking in de plaats was gekomen van een bestaande speler. Dit kan een nadeel zijn voor een toekomstige toetreders ten opzichte van de toetreders in de dataset gebruikt voor de waardebepaling. De nieuwe vergunninghouder zal immers – bovenop de investeringen in (naams)bekendheid die iedere toetreders zal moeten doen – extra investeringen moeten doen om het nieuwe station, het format en de bijbehorende frequenties bij het brede publiek onder de aandacht te brengen.¹⁰

⁹ Een ander voorbeeld hiervan zou een aanpassing zijn in het bereik van een kavel.

¹⁰ Dit punt moet niet worden verward met de stelling dat een nieuwkomer een *'inherited audience'* van luisteraars (*goodwill*) verkrijgt wanneer hij uitzendt op een frequentie die kort daarvoor door een ander station werd bespeeld. De impact van dit effect is naar verwachting niet substantieel. In het geval dat een

Los van de verwachting dat luisteraars in het geval van A7 meer moeite zullen hebben dit station te vinden, geldt ook het punt dat bij vervanging van een bestaand station door een nieuwkomer, zowel diens aandeel in de luisteraars als in de adverteerders ‘in beweging wordt gebracht’. Deze luisteraars en adverteerders zullen op zoek gaan naar een nieuw station. Hoewel wederom niet mag worden verondersteld dat deze luisteraars en adverteerders als *goodwill* bij dezelfde frequentie blijven hangen wanneer daar een ander station uitzendt, geldt wel dat een situatie waarin de markt vanuit een evenwicht door de vervanging van een actueel station in beweging wordt gebracht, afwijkt van de situatie voor A7, waarin de markt inmiddels meer dan vier jaar een nieuw evenwicht heeft kunnen bereiken zonder deze stations, zowel voor wat betreft de adverteerders als de luisteraars. Kort gezegd: het is aannemelijk dat het voor een nieuw station eenvoudiger is een deel van de luisteraars en adverteerders te binden die ‘onthemd’ zijn door het verdwijnen van het oude station, dan om ze aan zich te binden vanuit een langdurige evenwichtssituatie, temeer omdat advertentiecontracten vaak voor langere tijd worden afgesloten.

Kwantificeren afwijkende omstandigheden

Tijdens de consultatie in het najaar van 2010 was door een respondent het element braak liggen ook reeds ingebracht. Zie p. 3 van het Addendum. Het betreft dus een reeds bekend element. Toen is de keuze gemaakt om dat element niet als variabele te verwerken in het Addendum, omdat de voor aanvragers gecreëerde biedruimte van 20% voldoende groot werd geacht om de (eventuele) negatieve effecten te verdisconteren in het bod. Met het verstrijken van de tijd lijkt het aannemelijk dat dit effect alleen maar groter is geworden. De frequenties zijn immers inmiddels al ruim vier jaar niet meer in gebruik.

De impact van dit punt kan op verschillende manieren worden benaderd en gekwantificeerd. Gekeken zou kunnen worden naar een aanlooperperiode zonder inkomsten of met minder inkomsten omdat het station (of eigenlijk: de frequentie(s)) meer tijd nodig heeft om operationeel te worden, bekendheid te verkrijgen en advertentiecontracten te sluiten. Daarbij moet ook rekening worden gehouden met de contractperiodes van adverteerders. Op het deel van de advertentie-inkomsten dat adverteerders al hebben ‘vergeven’ in doorlopende contracten met andere stations kan een station geen aanspraak doen.

Tevens kan worden gekeken naar de kosten voor een toetreder om in zeer korte tijd (landelijke) bekendheid voor de frequenties van de vergunninghouder en het bijbehorende station te bewerkstelligen. Dit kan bijvoorbeeld benaderd worden door soortgelijke landelijke campagnes door andere bedrijven als benchmark te nemen en de kosten daarvan op te nemen in het kasstroomoverzicht. Wel moet daarbij onderscheid gemaakt worden tussen de kosten van een reguliere campagne (die ook door een toetreder op een bespeeld kavel moeten worden gemaakt) en de extra kosten om het feit over het voetlicht te krijgen dat het hier om een nieuw station op een voorheen onbespeelde frequentie gaat, dat luisteraars actief op moeten zoeken.

nieuwkomer op een tot dan toe bezet kavel komt, heeft het station dat eerder uitzond op de frequentie ruime mogelijkheden de verandering te communiceren aan zijn luisteraars, zodat alle vaste luisteraars op de hoogte zullen zijn van de verandering. In dat geval zijn de ‘overstapkosten’ klein: het gaat slechts om het opnieuw programmeren van een voorkeuzeknop. In de praktijk, toen Radio Noordzee FM in 2003 de frequentie 100,7 FM van Sky Radio verwierf, bleek dit geen blijvend voordeel op te leveren. Het CBB heeft dit in zijn uitspraak van 5-12-2007 bevestigd.

Met het oog op de combinatie van de hiervoor geschetste effecten valt ook te denken aan een combinatie van deze beide scenario's, dus een combinatie van een aanlooperperiode met minder of geen inkomsten (dan wel een vertraging van het ingroeipad voor de inkomsten zoals door SEO/IViR afgeleid voor een toetreders), terwijl juist hogere kosten gemaakt zullen moeten worden voor een landelijke campagne. Concreet kan, op basis van een analyse van de onderliggende afwijkingen van de uitgangspunten voor de waardebeoordeling van de overige kavels, de impact van de afwijkende omstandigheden wordt gekwantificeerd in bandbreedtes voor wijziging in de waarde.

5.2 Overige factoren die de veilingprijs kunnen beïnvloeden

Niet moet uit het oog worden verloren dat de marktwaarde van een goed, en zeker van een frequentievergunning geen statisch begrip is, maar wordt mede bepaald door het moment in de tijd, de dan geldende marktkenmerken en –omgeving, en de dan geldende productspecificaties. Hieronder volgt (niet uitputtend) een aantal voorbeelden van niet of moeilijk kwantificeerbare factoren die de marktuitskomst zodanig kunnen beïnvloeden dat zij afwijkt van de berekende waarde.

Voorlopig laatste toetredingskans tot de markt voor landelijke commerciële radio

De vergunning voor kavel A7 was voorlopig de laatste kans voor toetreding tot de markt voor landelijke commerciële radio zonder dat een aanvrager daar de vergunning van een al bestaande vergunninghouder voor moet overnemen. Bovendien geeft de vergunning rechtstreeks toegang tot het digitale platform voor landelijke commerciële radio DAB+. De vergunningen lopen af in 2017 maar er bestaat de mogelijkheid dat deze worden verlengd. In de kamerbrief (Kamerstukken II, 2008-2009, 24095, nr. 241) waarin het digitaliserings- en verlengingsbeleid voor commerciële etherradio is uiteengezet staat dat wanneer blijkt dat TDAB zoveel succes heeft dat het op termijn de distributie via de analoge FM kan vervangen met het oog op definitief afschakelmoment de analoge vergunningen met maximaal zes jaar kunnen worden verlengd.

Onzekerheid in de markt over andere vergunningen

Ten tijde van de eerste uitgifte van de vergunning voor kavel A7 in 2010 was er nog geen volledige zekerheid over de verlengingsbesluiten en was er een grote eigendomsverschuiving gaande, die bovendien implicaties had voor de mogelijkheden voor concerns al dan niet een aanvraag te doen.¹¹ Dit kan hebben geleid tot een afwijking van de (latente) marktprijs voor kavel A7 op dat moment, ten opzichte van de toen berekende waarde. Aangenomen wordt dat dit punt bij de hernieuwde uitgifte niet meer aan de orde is.

Wel spelen momenteel nog enkele andere onzekerheden met een mogelijke impact op de waarde van de vergunning voor A7. Daarbij valt te denken aan de nog lopende rechtszaak van AVR over de eerdere uitgifteprocedure van de vergunning via een vergelijkende toets, en de berichtgeving over de mogelijke capaciteitsproblemen op de zendmasten van Novec waardoor de verkrijger van

¹¹ Dit hield verband met de overname van SBS door John de Mol en Sanoma,

de vergunning voor A7 mogelijk vertraging op zou lopen bij het in gebruik nemen van het frequentiepakket.¹²

Voorts is het mogelijk dat financiers met de relatief korte resterende looptijd van de vergunning voor kavel A7 (iets meer dan vier jaar) zwaarder tillen aan de beleidsonzekerheid rondom de aflopende vergunningen in 2017, waardoor ze terughoudend zijn met het verstrekken van financiering of zelfs van een bankgarantie.

Onvoldoende liquiditeit in de markt

Een in kavel A7 geïnteresseerde partij zal de waarde van het kavel bepalen en trachten in te schatten wat andere partijen over hebben voor het kavel. Los van biedstrategieën en het veilingontwerp, volgt dan op dezelfde manier als in de SEO-waardeberekening een (maximale) prijs die men voor het kavel zou willen bieden. Dit betekent echter niet noodzakelijkerwijs dat de geïnteresseerde partij deze prijs kan betalen, en dus daadwerkelijk dit bedrag zal bieden. Hiervoor moeten voldoende liquiditeiten aanwezig zijn.

Eenzijds mag in een internationale kapitaalmarkt verwacht worden dat dit geen onoverkomelijk probleem oplevert. Indien een project rendabel is en een interessant risico-rendementprofiel heeft, zal er naar verwachting kapitaal voor beschikbaar komen.

Echter, de recente krediet- en schulden crisis heeft geleid tot een beperktere toegang tot liquiditeiten. Het aantrekken van zowel vreemd als eigen vermogen is moeilijker geworden. Hier wordt in beginsel in de WACC rekening mee gehouden, maar dan voor het marktgemiddelde en dus niet voor specifieke spelers. Dat is ook de manier om te komen tot een marktconforme prijs. Maar dit laat onverlet dat het mogelijk is dat individuele partijen over onvoldoende liquiditeit beschikken om een bod te kunnen doen. Dit geldt temeer daar er beperkingen zijn aan het aanschaffen van licenties voor partijen die al over een licentie beschikken, niet alle partijen mogen dus bieden op de licenties.

Korte voorbereidingstijd voor de aanvraag en onvoldoende (internationale) bekendheid

Een ander aspect is de liquiditeit van de veiling zelf. Naar mate het aantal bidders in de veiling afneemt, worden prijzen onvoorspelbaarder en afhankelijker van toevallige omstandigheden. Wanneer de veiling onvoldoende (internationale) bekendheid geniet, neemt de kans op een klein aantal bidders en daarmee op onvoorspelbare prijzen toe. Een aspect dat hiermee mogelijk samenhangt is de relatief korte tijd tussen de bekendmaking dat de vergunning voor kavel A7 geveild zou gaan worden, en de daadwerkelijke veiling. Bij de 'zero-base'-verdeling in 2003 hadden partijen drie maanden de tijd om een aanvraag in te dienen. Bij de huidige verdeling was er slecht één maand tussen de publicatie van het bekendmakingsbesluit (23 april 2013¹³) en de sluitingsdatum (22 mei 2013).

¹² <http://radio.nl/776574/minister-veilt-mogelijk-kat-in-zak>

¹³ Staatscourant, nr. 11036 d.d. 23 april 2013

Vraag 5: In dit hoofdstuk is een aantal elementen besproken dat mogelijk impact heeft op de waarde van kavel A7. Mocht u (aanvullende) informatie hebben om deze elementen te kwantificeren of in dit kader beschikken over andere relevante informatie, dan ontvangen wij die graag.

Zijn er naar uw mening nog andere elementen in dit kader die invloed hebben op de waarde van de vergunning voor A7 en meegenomen moeten worden?

Literatuurlijst

CPB (2012), Centraal Economisch Plan 2012 (CEP), meest recente ramingen 2011-2015 d.d. 20 maart 2012

Dimson, Marsh, Staunton (2011), *Equity Premia Around the World*

Dimson, Marsh, Staunton (2012), *Global Investment Yearbook 2012*

Kerste, M., Poort, J. (2011). *Bijstelling waarden landelijke stations*. Memoaan Ministerie van ELI, 23-12-2011

Poort, J., Kerste, M., Akker, I. & Prins, J. (2011). *Addendum waarde commerciële radiovergunningen*. SEO-rapport 2011-09. Amsterdam

Poort, J., Kerste, M., Scavenius, E., Prins, J., Akker, I., Ende, B. van den (TNO), Trommelen, P. (TNO), Coen de Vos, F. (Hulsbergen-Sletering), Doeven, J. (Doeven Radiocommunication Consultancy), Eijk, N. van (Instituut voor Informatierecht) & Rutten, P. (Universiteit Leiden/TNO) (2010). *Waarde commerciële radiovergunningen*. SEO-rapport 2010-06. Amsterdam: SEO

PWC (2011), Entertainment & Media Outlook for The Netherlands 2011-2015

RAB (2011a), Persbericht radio-omzet 3e kwartaal 2011, 18-10-2011

RAB (2011b), Persbericht radio-omzet 2e kwartaal 2011, 27-07-2011

RAB (2011c), Verwachte stijging radio-omzet in 2011 3%, 26-04-2011

RAB (2012a), Bescheiden groei voor radio in 2011, 23-01-2012



seo economisch onderzoek

Roetersstraat 29 . 1018 WB Amsterdam . T (+31) 20 525 16 30 . F (+31) 20 525 16 86 . www.seo.nl