

Actuele waarde van kavel A7



Amsterdam, december 2013
In opdracht van Ministerie van Economische Zaken

Actuele waarde van kavel A7

Marco Kerste
Ward Rougoor

Joost Poort (IViR)

A decorative horizontal line graphic consisting of several overlapping, jagged, grey lines that create a complex, wave-like pattern across the width of the page.

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. 2013-78
ISBN 978-90-6733-730-4

Inhoudsopgave

1	Inleiding.....	1
1.1	Aanleiding en doel.....	1
1.2	Leeswijzer	2
2	Werkwijze en scope	5
3	Impact latere startdatum op modellen	9
4	Specifieke aanpassingen kasstroom-variabelen	13
4.1	Non-distributie materiële activa.....	15
4.2	Netto werkkapitaal	15
4.3	Distributieactiva – analoge ether.....	16
4.4	Distributieactiva – digitale distributie.....	17
5	Exogene variabelen.....	21
5.1	Discontovoet (WACC).....	21
5.2	Netto advertentieopbrengsten en inflatie.....	31
5.3	Te betalen vergoeding aan AT	36
5.4	Belasting.....	37
6	Gewijzigde of afwijkende omstandigheden buiten het SEO-model	41
6.1	Braak liggen A7.....	41
6.2	Werkwijze kwantificeren braak liggen.....	48
6.3	Door partijen ingebrachte elementen	53
7	Overige factoren die de veilingprijs kunnen beïnvloeden	55
7.1	Voorgestelde factoren.....	55
7.2	Door partijen additioneel ingebrachte factoren	61
8	Waarde en veilinguitkomst van kavel A7	65
8.1	Actuele waarde kavel A7	65
8.2	Overige factoren die de veilingprijs beïnvloeden.....	68
8.3	Conclusie.....	69
	Literatuurlijst	71

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 van EZ heeft de waarde van de vergunningen gebaseerd op een onderzoek dat hij liet uitvoeren door een consortium bestaande uit SEO Economisch Onderzoek (SEO), het Instituut voor Informatierecht (IViR) en TNO Informatie- en Communicatietechnologie.¹

Het onderzoek naar de waarde van de vergunningen bij verlenging had mede betrekking op de vergunning voor kavel A7. Bij de uitgifte van dit kavel, dat ten tijde van de verlenging niet in gebruik was en dus niet verlengd kon worden, is een procedure gevolgd waarbij verlening plaats zou vinden uitgaande van een financieel instrument van 80% van de waarde 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 heeft EZ de vergunning voor kavel A7 geveild. Net als bij eerdere verleningsprocedures is het hierbij van belang dat 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”. Nu na de uitgifte vast staat welke financiële verplichtingen voor de verkrijger van A7 resulteren, dient door de minister te worden getoetst of in het licht daarvan de financiële verplichtingen voor de huidige vergunninghouders vergelijkbaar zijn, rekening houdend met relevante verschillen tussen de kavels.²

Als input voor de discussie over het al dan niet toepassen van een correctiemechanisme heeft de minister van EZ SEO verzocht om de waarde van de vergunning voor kavel A7 met gebruikmaking van het daarvoor ontwikkelde model opnieuw te bepalen, rekening houdend met sinds de vorige waardering gewijzigde objectieve kavelkenmerken en omstandigheden. 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 gewijzigde zaken immers worden meegenomen in de waardering van de vergunning om deze vergelijkbaar te maken met de veilingprijs.³

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.

² Hoewel deze rapportage bedoeld is als input voor die toets, valt de toets zelf valt buiten de scope ervan.

³ 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).

Ter bepaling van de actuele waarde van de vergunning voor kavel A7 heeft SEO een methodedocument opgesteld (Kerste en Poort, 2013), dat van 19 juli tot en met 20 september 2013 door het Ministerie van Economische Zaken in consultatie is gebracht. Dit had als doel sector kennis en eventuele feedback uit de markt in een zo vroeg mogelijk stadium mee te nemen bij het verder uitwerken van de methodiek. Het ging 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 waarderingsmethode. De eerder door SEO toegepaste waarderingsmethode werd niet geconsulteerd.

In reactie op de consultatie zijn in totaal vier zienswijzen ontvangen; een daarvan ging vergezeld van een reactie van een adviesbureau.⁴ Eén van de genoemde documenten is openbaar op internet gepubliceerd, twee geven expliciet aan als bedrijfsvertrouwelijk te moeten worden aangemerkt (inclusief het adviesrapport). Om die reden worden in het voorliggende document de ontvangen zienswijzen geanonimiseerd en veelal geparafraseerd weergegeven, waarna ze worden beoordeeld, om tot een afgewogen methodiek te komen voor het bepalen van de actuele waarde van A7.

Vervolgens heeft EZ een concept van dit door SEO opgestelde rapport, voorzien van een verantwoording over hoe de zienswijzen zijn betrokken bij de totstandkoming van de methodiek, aan een objectieve onafhankelijke derde voorgelegd voor een second opinion. Tevens is deze onafhankelijke derde in de gelegenheid gesteld ten kantore van SEO het rekenmodel te toetsen (met uitzondering van de bedrijfsvertrouwelijke elementen uit dat model).⁵ De punten die tijdens de second opinion werden, ingebracht zijn beoordeeld en daar waar nodig, naar mening van de auteurs van dit rapport, meegenomen in de waardering. Ook deze wijzigingen zijn voorgelegd in het kader van de second opinion, waarna een definitief second opinion rapport is opgesteld.

Op basis van de dan voorliggende cijfers, te weten de uitkomst van de veiling van de vergunning voor kavel A7, het voorliggende rapport van SEO-IViR en de second opinion door RBB/SMAN, zal de minister zich, zoals ook vooraf per brief aan de Tweede Kamer is kenbaar gemaakt, beraden over de uitkomsten en vervolgens besluiten of er reden is voor een correctie en, indien daartoe besloten wordt, over de hoogte daarvan.

1.2 Leeswijzer

In het volgende hoofdstuk wordt eerst nader ingegaan op de werkwijze in dit rapport. Daarbij worden drie soorten effecten gedefinieerd: gewijzigde of afwijkende omstandigheden *binnen* het SEO-model, gewijzigde of afwijkende omstandigheden *buiten* het SEO-model, en overige factoren die de veilingprijs kunnen beïnvloeden.

⁴ De zienswijze geeft aan zich geheel aan te sluiten bij de reactie van het adviesbureau, die dan ook als een integraal onderdeel van de reactie dient te worden beschouwd. De reactie van het adviesbureau en de zienswijze waar deze bij hoort worden daarom in het vervolg als één zienswijze behandeld.

⁵ Op voordracht van marktpartijen is de second opinion uitgevoerd door RBB/SMAN.

Hoofdstukken 3, 4, en 5 gaan in op de eerste categorie effecten, waarbij respectievelijk de bredere impact van wijzigingen binnen het SEO-model, de veranderingen in de kasstromen naar aanleiding van de gewijzigde startdatum en wijzigingen in exogene variabelen centraal staan.

In hoofdstuk 6 wordt de tweede categorie effecten behandeld en in hoofdstuk 7 de derde categorie. Hoofdstuk 8 sluit af met een overzicht van de, voor zover als mogelijk gekwantificeerde, gevolgen van gewijzigde en afwijkende omstandigheden op de actuele waarde van kavel A7 en van de overige factoren die de veilingprijs kunnen beïnvloeden.

2 Werkwijze en scope

Zoals reeds aangegeven in het consultatiedocument en in de inleiding van dit rapport, staat de waarderingsmethode inclusief het gebruikte waarderingsmodel, die door SEO in samenwerking met het IViR en TNO is ontwikkeld, bij deze actualisatie van de waarde van A7 niet ter discussie. Deze methode is reeds in 2010-2011 formeel en informeel in consultatie gebracht en in diverse rechtszaken is telkens geoordeeld dat de Minister van deze methode gebruik mocht maken bij de vaststelling van de vergoedingen voor de lopende vergunningen. De onderzoeksvraag zoals het ministerie van EZ die richting SEO en IViR heeft geformuleerd ziet daarom specifiek toe op een actualisatie van de waarde, gegeven de eerder gehanteerde waarderingsmethode.

De actualisatie van de waarde gaat in eerste orde om afwijkingen of gewijzigde omstandigheden ten opzichte van de methodiek in Poort et al. (2011). Deze kunnen worden onderverdeeld in afwijkingen of gewijzigde omstandigheden die *wel* en afwijkingen of gewijzigde omstandigheden die *niet* passen binnen het SEO-model.⁶ Daarnaast wordt ook in ogenschouw genomen in hoeverre de veilingprijs tot stand is gekomen in een situatie die past bij de uitgangspunten van de waardebeoordeling, zodat ook op dat punt sprake is van een vergelijkbare situatie. Teneinde maximaal transparant te zijn, wordt het effect van al deze aspecten afzonderlijk inzichtelijk gemaakt.⁷ In Box 1 worden de drie categorieën nader toegelicht alsook de werkwijze om deze waar mogelijk te kwantificeren.

Box 1 Typen gewijzigde of afwijkende omstandigheden en overige factoren

Gewijzigde of afwijkende omstandigheden binnen het SEO-model

In Poort et al. (2011) is de waarde bepaald op basis van een model dat kasstromen voorspelt voor de vergunningsperiode. Het model is gebaseerd op daadwerkelijke cijfers van de radiostations over de periode 2003-2008. Voor een groot deel van de kasstroomvariabelen is een voorspelmodel opgesteld dat op basis van de (statistisch getoetste) relevante verklarende variabelen de desbetreffende kasstroomvariabele voorspelt. De verklarende variabelen betreffen voor een groot deel kenmerken die direct samenhangen met het kavel zelf, zogenoemde 'objectieve kavelkenmerken' zoals bereik en clausulering. Om tot een waarde te komen is tevens gebruik gemaakt van een aantal exogene variabelen, zoals de ontwikkeling van de netto advertentieopbrengsten, de inflatie en de WACC.

⁶ In deze actualisatie worden dus zowel de gewijzigde *algemene* omstandigheden meegenomen die invloed hebben op de waarde van kavel A7 (zoals de gewijzigde situatie op de radioadvertentiemarkt) als de gewijzigde of afwijkende omstandigheden die *specifiek* betrekking hebben op de vergunning voor kavel A7. Bij dat laatste gaat het om aspecten waarin de thans geveilde vergunning voor A7 afwijkt van de verlengde vergunningen (zoals de duur van de vergunning en het demografisch bereik) en afwijkingen in de bedrijfseconomische gegevens op basis waarvan het waarderingsmodel is afgeleid (zoals het braak liggen van kavel A7).

⁷ Bij het bepalen van de waarde van verlenging van vergunningen in 2011 ging het om de best mogelijke inschatting van de waarden per verlengingsdatum. Dit onderzoek heeft als doel vast te stellen of er een verschil is tussen de actuele waarde van kavel A7 en de (vergelijkbaar gemaakte) veilinguitkomst. Het is daarbij van belang rekenschap te geven van mogelijke onzekerheden in de aannames die ten grondslag liggen aan de berekening van de actuele waarde, omdat deze impact kunnen hebben op het eventuele verschil tussen de actuele waarde en de veilinguitkomst. Daarom worden op verschillende plekken in dit rapport gevoeligheidsscenario's uitgewerkt.

In beginsel leiden wijzigingen in de omstandigheden per de veilingdatum ten opzichte van de waardeberekening in 2011 tot een wijziging in de waarde.⁸ Dit is het geval als de wijzigingen direct invloed hebben op een of meerdere objectieve kavelkenmerken, de overige verklarende variabelen of exogene variabelen in het waarderingsmodel.

Gewijzigde of afwijkende omstandigheden buiten het SEO-model

Het waarderingsmodel is voor zover als mogelijk gebaseerd op alle op het moment van de waardering relevante en beschikbare informatie. Dat betekent dat de voorspelmodellen per kasstroomvariabele geschikt zijn om een waarde te berekenen in de omstandigheden die golden in de gebruikte dataset. Voor zover er op de veilingdatum voor A7 afwijkende omstandigheden gelden die niet golden in de gebruikte dataset, zullen de voorspelmodellen daar geen rekening mee houden – hoewel ze wel impact kunnen hebben op de actuele waarde van kavel A7. Dergelijke gewijzigde omstandigheden moeten ook worden meegenomen in de waardebepaling.

Overige factoren die de veilingprijs kunnen beïnvloeden

De waarde die is berekend in Poort et al. (2011) gaat uit van een gemiddelde efficiënte toetreders en is consistent met de uitkomst van een efficiënte veiling. Echter, de marktwaarde van een goed, en zeker van een frequentievergunning, is geen statisch begrip, maar wordt mede bepaald door het moment in de tijd, de dan geldende marktkenmerken en -omgeving, en de dan geldende productspecificaties. Anders gesteld: het is de vraag in hoeverre de veilingprijs tot stand is gekomen in een situatie die past bij de uitgangspunten van de waardebepaling, zodat ook op dat punt sprake is van een vergelijkbare situatie. Voor zover er omstandigheden zijn op het moment van de veiling die afwijken van de uitgangspunten in het waarderingsmodel, moeten deze worden gecorrigeerd op de veilinguitkomst om de prijzen van gelijke 'producten' met elkaar te vergelijken.

Wijze van kwantificeren

De gewijzigde of afwijkende omstandigheden die betrekking hebben op variabelen in het SEO-model, leiden direct tot een aanpassing van de waarde. Zo betreft de latere startdatum van kavel A7 een wijziging in een van de objectieve kenmerken van de vergunning die ten grondslag liggen aan de waardering door SEO. De impact hiervan wordt binnen de bestaande methodiek exact berekend.

De gewijzigde of afwijkende omstandigheden *buiten* het SEO-model en de overige factoren die de veilingprijs kunnen beïnvloeden, leiden niet direct tot wijzigingen in de waardering. Voor enkele van deze factoren geldt dat het effect op basis van aannames wel indirect kan worden gekwantificeerd *met behulp van* het SEO-waarderingsmodel. Het SEO-waarderingsmodel wordt zodoende als hulpmiddel gebruikt om een indicatie in bandbreedtes te geven van het effect van bepaalde gewijzigde of afwijkende omstandigheden op de waarde van de vergunning voor kavel A7 of op de veilingprijs. Voor andere factoren kan geen gebruik worden gemaakt van het model

⁸ Het gaat hierbij steeds om een vergelijking tussen de omstandigheden die bekend waren bij partijen ten tijde van hun bod in de veiling enerzijds en de omstandigheden die relevant zijn voor het eerder gehanteerde waarderingsmodel anderzijds. Voor het model betreft dat de omstandigheden in de dataset die ten grondslag liggen aan het model, en dus niet de omstandigheden op het moment dat de waardering is vastgesteld in 2011, zoals gesuggereerd in sommige zienswijzen naar aanleiding van de consultatie.

om een inschatting te maken van de impact op de waarde of veilingprijs. Hier wordt gezocht naar andere methoden ter kwantificering of wordt een kwalitatieve inschatting gegeven.

Om de vergelijking tussen de geactualiseerde waarde en de veilinguitkomst mogelijk te maken, geldt als peildatum voor de kennis bij het bepalen van de actuele en specifieke waarde van A7 de datum waarop de bieding voor de veiling sloot, te weten **22 mei 2013**: informatie over de marktontwikkeling en de economische vooruitzichten tot die datum dienen te worden meegenomen bij het actualiseren van die waarde, informatie en vooruitzichten van latere datum niet. Als een discrepantie tussen deze actuele en specifieke waarde en de veilinguitkomst is vastgesteld, zal de Minister van Economische Zaken beslissen of een correctie al dan niet nodig is. Deze eventuele vervolgstap is geen onderdeel van de voorliggende rapportage.⁹

Dit impliceert dat zienswijzen die reflecteren op de werking van het model in zijn algemeenheid, in plaats van de gewijzigde of specifieke omstandigheden die betrekking hebben op A7 anno 2013, buiten de scope van de consultatie vallen en in deze rapportage dan ook niet verder besproken zullen worden. Dit geldt bijvoorbeeld voor kanttekeningen die zijn geplaatst bij de modelspecificaties gehanteerd in de data-analyse te behoeve van de voorspelmodellen voor de inkomsten en kosten, evenals kanttekeningen bij de in 2011 gebruikte discontovoet (*weighted average cost of capital*, of WACC).

Ook zienswijzen die reflecteren op de inrichting van een eventueel correctiemechanisme vallen buiten de scope van deze rapportage maar kunnen indien nodig betrokken worden in een eventueel vervolgtraject.

⁹ Eén van de zienswijzen stelt dat alleen afwijkende of gewijzigde omstandigheden specifiek voor kavel A7 zouden moeten worden meegenomen in het correctiemechanisme en dat *dus* alleen deze elementen meegenomen zouden moeten worden in de actualisatie van de waarde van kavel A7. Zoals hierboven toegelicht, valt het correctiemechanisme buiten de scope van dit rapport en kan dit daardoor ook niet tot inperking leiden van de omstandigheden die meegenomen worden in actualisatie van de waarde van kavel A7.

3 Impact latere startdatum op modellen

Een eerste stap is om te beoordelen in hoeverre er sprake is van ‘gewijzigde of afwijkende omstandigheden binnen het SEO-model’ (zie Box 1) en hoe en in welke mate deze gevolgen hebben voor de objectieve kavelkenmerken, de verklarende variabelen, de exogene variabelen – en daarmee op de voorspelde kasstromen in het waarderingmodel.

De belangrijkste gewijzigde omstandigheid binnen het SEO-model betreft de startdatum voor de nieuwe vergunninghouder op kavel A7. Deze startdatum, te weten 4 juli 2013 ligt bijna twee jaar 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 verklaringmodellen voor de kasstromen, zoals zij op basis van de verbanden die uit de econometrische analyses volgden en zijn gerapporteerd in de hiervoor aangehaalde notities (zie Box 2). 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 worden daardoor in enkele gevallen hoger), 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 2011.¹⁰ Dit heeft gevolgen voor exogene inputvariabelen, in het bijzonder de *weighted average cost of capital* (WACC), de netto advertentieopbrengsten, de inflatie en toezichtkosten die Agentschap Telecom de vergunninghouders in rekening brengt. Ten slotte zijn in dit verband enkele kanttekeningen te plaatsen bij de fiscale behandeling van kasstromen en de licentiebetalings.

Box 2 Gebruikte data voor voorspelmodellen

Zoals reeds gesteld, heeft het ministerie van EZ SEO/IViR verzocht de actuele waarde van kavel A7 te berekenen op basis van de in 2011 gebruikte methodiek. In 2011 is gebruik gemaakt van voorspelmodellen die zijn gebaseerd op cijfers aangeleverd door en over de radiostations. De gegevens betroffen de periode 2003-2008. Dat dezelfde methodiek wordt gebruikt laat de

¹⁰ 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.

vraag open of exact dezelfde voorspelmodellen moeten worden gehanteerd of dat deze moeten worden herijkt op basis van recentere informatie.

Concreet zou de dataset aangevuld kunnen worden met de jaren 2009-2011 (en mogelijk 2012 indien hierover al gecontroleerde cijfers voorhanden zouden zijn). Aangezien er (met uitzondering van Sublime FM die in september 2011 van start ging op het voor jazz/klassieke muziek geclouseerde kavel A8) geen toetreders op landelijke kavels zijn geweest in deze periode, zou een update vooral hebben geleid tot additionele informatie over de latere jaren van het ingroeipad en (vrijwel of geheel) niet over de eerste jaren. Juist die eerste jaren zijn van belang voor de kortere vergunningsduur van kavel A7 zodat een update nauwelijks relevante nieuwe datapunten zou geven. Wel zouden mogelijk de coëfficiënten van de modellen iets wijzigen, zonder dat dit overigens per definitie tot (statistisch) betere voorspelmodellen zou leiden. Hier staat tegenover dat een dergelijke aanpak een grote wissel zou trekken op de doorlooptijd van de waardering van kavel A7, en de inspanning door zowel marktpartijen als overheid.¹¹

Daar komt de meer conceptuele vraag bij of aanpassing van de modellen als basis kan dienen voor een eventueel correctiemechanisme. Het kan zijn dat het uitbreiden van de dataset op zichzelf leidt tot een hogere of lagere waarde, de richting van de wijziging is daarbij niet op voorhand bekend. Zowel in positieve als negatieve zin is dit onderdeel van het ondernemersrisico dat vergunninghouders in 2011 zijn aangegaan bij het verlengen van hun vergunning.

Omdat een uitbreiding van de dataset amper toegevoegde waarde zou leveren voor de vergunningperiode die relevant is voor de update en de algemene toegevoegde waarde van een uitbreiding op voorhand ongewis is, terwijl er wel een fors langere doorlooptijd en inspanningen tegenover staan en er conceptueel vraagtekens kunnen worden geplaatst bij een dergelijke aanpak in het kader van een eventueel correctiemechanisme, is ervoor gekozen om gebruik te maken van de reeds bestaande voorspelmodellen.

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 ingroeicurve, 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 0 nader toegelicht.

¹¹ Dit geldt temeer omdat de dataset cijfers bevat van zowel de landelijke als de niet-landelijke zenders. Eerder is gebleken dat dit een complexe en tijdrovende exercitie is.

Box 3 Reacties – Algemene uitgangspunten i.v.m. kortere looptijd**Reacties consultatie**

In de consultatie hebben geen partijen gereageerd op deze algemene uitgangspunten, die daarmee door SEO onderschreven worden geacht.

Wel heeft één partij specifiek gerefereerd aan de voor de actuele waardering te hanteren startdatum, die volgens de partij gelijk zou moeten zijn aan de daadwerkelijke datum van uitgifte: 4 juli 2013.

Reactie SEO: Voor de waarde van de vergunning op basis van het waarderingsmodel kan worden uitgegaan van de feitelijke startdatum van de vergunning.

Voor de prijs die partijen hebben geboden in de veiling is echter relevant wat zij redelijkernijs als startdatum hebben kunnen aannemen in het kader van hun bieding. Op basis van informatie van AT blijkt in de markt de verwachting te bestaan dat de vergunning in de eerste of tweede week van juli zou worden vergeven. Deze verwachte startdatum kan tevens worden gebaseerd op Artikel 13(1) van het Frequentiebesluit 2013, waarin een termijn van zes weken wordt genoemd voor de beslissing van de minister op een aanvraag voor vergunningverlening. Op grond van Artikel 4:15(1) van de Algemene wet bestuursrecht kan deze termijn maximaal 8 werkdagen worden opgeschort in verband met verzuimherstel, waarmee de uiterlijke verleningsdatum voor de vergunning voor A7 uit zou komen op 15 juli. Bieders in de veiling zouden realiter dus kunnen zijn uitgegaan van een startdatum die ten hoogste 10 dagen later lag.

Daarnaast wordt op verschillende plekken gerefereerd aan de mogelijke wijziging van een objectief kavelkenmerk: het demografisch bereik.

In één zienswijze wordt gemeld dat er de afgelopen jaren nauwelijks onderhoud zou zijn verricht aan kavel A7, wat zou hebben geresulteerd in een lager demografisch bereik. Een andere zienswijze benadrukt het feit dat het kavel ‘gehavend’ zou zijn, omdat in de verzorging de frequentie 94.5 MHz ontnomen is, waardoor het kavel dekking in Noord-Brabant zou ontberen. Voorts wijst deze zienswijze erop dat er na het instorten van de mast Smilde een sterk beeld zou zijn ontstaan over het mogelijk niet in gebruik nemen van bepaalde sites. Dit zou risico’s en onzekerheid geven voor bieders. Ook een derde zienswijze wijst op de frequenties die uit het pakket van A7 zouden zijn gehaald, met name Arnhem 104.1 MHz, hetgeen het bereik zou verminderen in de opstartmaanden. Een vierde zienswijze stelt dat er geen wijziging zou zijn in het bereik.

Reactie SEO: AT heeft bij de berekening van het demografisch bereik rekening gehouden met het feit dat de frequentie 94.5 MHz niet langer is opgenomen in kavel A7. Deze keuze is dus al verdisconteerd. De frequentie Arnhem 104.1 MHz is (volledig) vergund bij uitgifte. Van een onttrekking in de opstartfase was dus geen sprake. Voor zover bedoeld werd dat als gevolg van capaciteitsproblemen op hoge opstelpunten bepaalde frequenties niet gebruikt konden worden, zij opgemerkt dat de minister voor de veiling navraag heeft gedaan bij Novec en de zendoperators KPN en Broadcast Partners, waaruit bleek dat er geen onoverkomelijke problemen zijn voor de uitrol van kavel A7 en de minister concludeerde dat er geen veranderde omstandigheid is ten opzichte van eerdere vergunningverleningen.¹² Voor wat betreft Smilde wordt gerefereerd aan een “sterk beeld” over (on)mogelijkheden om sites in gebruik te nemen. Zonder concrete aanwijzingen of aangrijpingspunten vormt dit

¹² Zie Staatscourant (2013, p.6).

onvoldoende houvast voor een wijziging in het bereik. Er zijn al met al onvoldoende concrete aanknopingspunten om aan te nemen dat er afwijkende bereikgegevens moeten worden gehanteerd ten opzichte van de gegevens die zijn gebruikt in Poort et al. (2011).

Relevant is vervolgens slechts of het bereik voor kavel A7 gelijk is aan het in Poort et al. (2011) gehanteerde bereik. In het uitgiftebesluit (Staatscourant 2013) is geen percentage voor het demografisch bereik opgenomen. In de kamerbrief die bij de veilingdocumenten staat, wordt een demografisch bereik genoemd van 62%. Dat is conform het demografisch bereik van 62,02% waarmee in het Addendum (Poort, Kerste et al., 2011; p. 9) is gerekend.

Wel is het mogelijk dat bidders in de veiling enige onzekerheid ervoeren over het feitelijke demografisch bereik.

Aanvullingen op of wijzigingen in de toe te passen werkwijze n.a.v. de consultatie

In de waardering wordt 4 juli 2013 gehanteerd als startdatum van de vergunning en 31 augustus 2017 als einddatum. Bidders in de veiling zouden echter kunnen zijn uitgegaan van een startdatum die ten hoogste 10 dagen later lag. In hoofdstuk 8 wordt daarom een gevoeligheidsscenario getoond voor de impact van een latere startdatum op de veilingprijs.

Er is geen objectieve grond om af te wijken van de eerder gebruikte 62,02%. Dat neemt niet weg dat bovengenoemde zienswijzen, evenals eerdere berichtgeving in de media over vermeende beperkingen aan het bereik van kavel A7 als gevolg van mogelijke capaciteitsproblemen op de zendmasten van Novec¹³, erop wijzen dat er in de markt onzekerheid bestond over de vraag of het bereik van kavel A7 (al dan niet tijdelijk) beperkt zou zijn. Deze onzekerheid kan een drukkend effect hebben gehad op de waarde die potentiële bidders in de veiling toekenden aan de vergunning. In hoofdstuk 8 wordt daarom een gevoeligheidsscenario getoond voor de impact van een lager bereik op de veilingprijs.

¹³ <http://radio.nl/776574/minister-veilt-mogelijk-kat-in-zak>.

4 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.

Box 4 Reacties – Algemene uitgangspunten i.v.m. specifieke aanpassing kasstroomvariabelen

Reacties consultatie

Eén partij geeft aan dat het uitgangspunt moet blijven om lineair af te schrijven maar dat dit nu over een periode van vier jaar plaatsvindt.

Reactie SEO: fiscale afschrijving vindt plaats op lineaire basis over de looptijd van de vergunning.

Eén partij geeft aan dat de kasstroomvariabelen die gevoelig zijn voor inflatie, gecorrigeerd moeten worden voor inflatie omdat de kasstromen (bijna) twee jaar later starten.

Reactie SEO: het kasstroommodel hanteert indien relevant voor posten een inflatiecorrectie. Dit geldt bijvoorbeeld voor de gebanteerde kapitaalkosten en operationele kosten voor de analoge en digitale zendapparatuur. Deze methodiek wordt ook nu aangehouden. Concreet wijzigt de correctie, daar waar toegepast, doordat er per 22 mei 2013 meer informatie beschikbaar was over inflatie en doordat sommige posten, zoals investeringen, op een later moment en dus tegen hogere nominale bedragen worden geboekt.

Aanvullingen op of wijzigingen in de toe te passen werkwijze n.a.v. de consultatie

In de waardering vindt fiscale afschrijving plaats op lineaire basis en in een periode van 4,158 jaar in plaats van zes jaar), behalve daar waar expliciet een andere werkwijze wordt aangegeven. Economische afschrijving verschilt per type activum, zoals hieronder nader toegelicht.

Geen wijziging met betrekking tot de behandeling van inflatie. Wel wijzigen de jaarlijkse inflatiewaarden. Zie hiervoor hoofdstuk 5.2.

Box 5 Reacties – Consultatievraag 1

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?

Reacties consultatie

Eén partij geeft aan dat het, los van de wijzigingen ten aanzien van de ‘specifieke kasstroomvariabelen’, geen wijzigingen van andere specifieke kasstroomvariabelen ziet die een impact hebben op de waardering van kavel A7.

Wel wordt de vraag opgeworpen of de kortere looptijd niet noodzaakt tot een ander business model, met bijvoorbeeld *lagere* kosten. Hierbij wordt ook verwezen naar de concrete situatie van de koper van kavel A7 die bijvoorbeeld lagere kosten zal realiseren voor toetreding op de kabel doordat Radio 10 daar al aanwezig is.

Een andere partij wijst in dit verband juist op de *hogere* kosten die volgen uit de aankoop van Radio 10, en die noodzakelijk zouden zijn om een positief rendement te behalen in de relatief korte looptijd.

Reactie SEO: een eerste vaststelling is dat de partijen die hebben gereageerd op de consultatie verschillende gedachten hebben bij de gevolgen van de kortere looptijd op het business model.

Meer algemeen relateren de ingebrachte punten aan de realiteit van de koper van kavel A7, die een bestaand station aankoopt, en daarmee een bekend merk kan inbrengen om marktaandeel te veroveren en mogelijke synergievoordelen kan realiseren. Hieraan zijn kosten verbonden, maar aangenomen mag worden dat de aankopende partij van mening is dat er netto waarde wordt gecreëerd.

Dit is echter geen situatie die specifiek is voor de koper van kavel A7 of voor partijen die worden geconfronteerd met een relatief korte looptijd. Elke speler maakt afwegingen over hoe de business case optimaal in kan worden gericht. Elke efficiënte partij zal daarbij kiezen voor het creëren van meerwaarde als daar mogelijkheden toe zijn. Of dit nu het aankopen van een 3^e partij is, of het aangaan van andersoortige samenwerkingsverbanden om synergievoordelen te behalen. Ook het zoeken van synergie met andere media (zoals televisie of gedrukte nieuwsmedia) blijkt een realiteit en bij de niet-landelijke commerciële omroepen bestaan eveneens tal van samenwerkingsverbanden gericht op kostenbesparing of vergroting van het marktpotentieel, zoals uitvoerig aan de orde kwam in Poort, Kerste et al. (2010).

Doordat uitgegaan wordt van een ‘gemiddeld efficiënte speler’, zitten dergelijke effecten in het SEO-model en behoeft hier niet voor te worden gecorrigeerd.

Aanvullingen op of wijzigingen in de toe te passen werkwijze n.a.v. de consultatie

Geen veranderingen aan de werkwijze.

4.2 Non-distributie materiële activa

4.2.1 Initiële rekenmethodiek

Non-distributie materiële activa kunnen bestaan uit bijvoorbeeld computers en kantoormeubels.¹⁴ 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.

4.2.2 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.

Box 6 Reacties – Non-distributie materiële activa

Reacties consultatie

Eén partij geeft aan dat de afschrijvingstermijn ook ongewijzigd had kunnen blijven, vanwege het inzetten van deze activa voor voortzetting van het radiostation.

Reactie SEO: het ligt niet voor de hand voor te sorteren op voortzetting van het radiostation na het einde van de vergunningsperiode. Desalniettemin is de termijn wel degelijk ongewijzigd ten opzichte van de initiële rekenmethodiek. Dit houdt verband met het gebleken constante niveau van de balanswaarde, waarbij een wijziging in de fiscale afschrijffperiode een opdrijvend impact zou hebben op het investeringsniveau. Om dit te voorkomen is de fiscale afschrijvingstermijn gelijk gebleven.¹⁵

Aanvullingen op of wijzigingen in de toe te passen werkwijze n.a.v. de consultatie

Geen veranderingen aan de werkwijze.

4.3 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.

¹⁴ Gebouwen zijn behandeld als huurkosten en niet meegenomen onder investeringen/afschrijvingen.

¹⁵ Een wijziging van de fiscale afschrijffperiode van non-distributie materiële activa van 6 naar 4,158 jaar zou leiden tot een extra daling van de actuele waarde met circa € 75 duizend.

Box 7 Reacties – werkkapitaal**Reacties consultatie**

Eén partij geeft aan dat de methodiek van toepassing blijft.

Aanvullingen op of wijzigingen in de toe te passen werkwijze n.a.v. de consultatie

Geen veranderingen aan de werkwijze.

4.4 Distributieactiva – analoge ether

Distributieactiva zijn onderscheiden in activa benodigd voor analoge distributie via de ether en digitale distributie (DAB). TNO heeft separate berekeningen gemaakt voor de bijbehorende investeringen, afschrijvingen en exploitatiekosten.

4.4.1 Initiële rekenmethodiek

TNO heeft ter bepaling van de analoge 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.¹⁶ De economische restwaarde werd vervolgens aan het einde van de vergunning als desinvestering geboekt.

4.4.2 Wijzigingen in update waardering A7

Door de kortere looptijd in de nieuwe situatie wijzigt de fiscale afschrijvingsperiode.¹⁷ 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.

¹⁶ 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.

¹⁷ 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.

Box 8 **Reacties – Distributieactiva analoge ether****Reacties consultatie**

Eén partij onderschrijft expliciet de voorgestelde wijzigingen.

Aanvullingen op of wijzigingen in de toe te passen werkwijze n.a.v. de consultatie

Geen veranderingen aan de werkwijze.

4.5 Distributieactiva – digitale distributie

4.5.1 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.¹⁸ De planning voor het landelijke kavel (11C) is verkregen door uitbreiding van de sites van het NPO-netwerk totdat ca. 90% 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.¹⁹ 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.

4.5.2 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 (4,158 jaar), maar eenzelfde economische levensduur van 8 jaar, en dat alle variabelen vervolgens op dezelfde wijze worden gedeeld door 18.

¹⁸ Er is verder uitgegaan van een netwerkconfiguratie op basis van DAB+technologie in lijn met de minimale verzorgingseisen, zonder netwerkoptimalisatie en redundantiemaatregelen.

¹⁹ 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.

Box 9 Reacties – Distributieactiva digitaal

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 1/18e 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.

Reacties consultatie

Eén partij geeft aan dat een nieuwkomer op kavel A7 dezelfde investeringen moet doen om aanspraak te maken op 1/18e deel van het landelijke kavel en noemt daarbij de kosten die zouden zijn overeen gekomen tussen Broadcast Digital Networks B.V. en de radiostations. De jaarlijkse kosten zouden echter wijzigen doordat de investering over een extra partij wordt verdeeld (van 8 naar 9).

Een andere zienswijze wijst er juist op dat aanvragers geen kennis hebben van de specifieke contracten tussen Broadcast Digital Networks B.V. en de radiostations en zich derhalve zullen moeten baseren op de door TNO uitgevoerde schatting in Poort et al. (2010). Voorts wijst deze zienswijze erop dat een nieuwkomer op A7 verplicht is twee stations uit te zenden, wat met de extra kosten van BUMA optelt tot zeker € 200.000 per jaar.

Reactie SEO: uitgangspunt in de oorspronkelijke waardering was dat de kosten die voortvloegen uit een etherlicentie uitsluitend de kosten zijn van één kanaal voor het één-op-één doorzetten van het ethersignaal. Het uitgangspunt hierbij was “dat de digitale restcapaciteit gemiddeld over de vergunningsperiode niet zo schaars zal zijn dat het recht deze te gebruiken aanvullende waarde toevoegt, maar tevens dat er voldoende belangstelling zal bestaan voor deze capaciteit wanneer deze tegen de distributiekosten beschikbaar is. Een vergunninghouder kan zodoende de distributiekosten van de restcapaciteit compenseren door exploitatie van deze restcapaciteit of door deze restcapaciteit te verhuren aan een derde partij” (Poort et al., 2011, p.21). Dat geldt zowel ten aanzien van de kosten van de DAB-infrastructureur, dat wil zeggen 1/18e van de totale kosten voor het gebruik van kavel 11C, als ten aanzien van de kosten voor BUMA. Er zijn geen standpunten ingebracht om deze aanneme te wijzigen. Dit impliceert dat de kosten van BUMA voor een tweede station geen relevantie hebben voor de actuele waarde van A7 en dat evenmin er een verandering optreedt nu er 9 in plaats van 8 landelijke vergunningen actief zijn.

Ten aanzien van de specifieke kosten die Broadcast Digital Networks B.V. met de radiostations is overeengekomen, stelt SEO zich op het standpunt dat deze kosteninformatie voor (de meeste) gegadigden inderdaad niet beschikbaar was. In beginsel zou voor het vaststellen van de actuele waarde van de vergunning voor kavel A7 wel uitgegaan kunnen worden van de actuele kosten voor DAB, ware het niet dat deze kosten in de consultatie vertrouwelijk en zonder verdere bewijsstukken zijn ingebracht, zodat de juistheid en volledigheid van deze inbreng niet kon worden gestaafd en het op transparante wijze gebruiken van deze gegevens bovendien de vertrouwelijkheid van de zienswijze zou schenden. Bij navraag bij verschillende partijen om de kostengegevens die in de zienswijze worden genoemd objectief te staven, werd aangegeven dat in verband met de vertrouwelijkheid van de contracten geen nadere gegevens konden worden verstrekt. Daarom kon ook voor het vaststellen van de actuele waarde van de vergunning voor kavel A7 niet worden uitgegaan van actuelere kosten voor DAB dan de kosten

zoals berekend door SEO/TNO. Voor (de meeste) gegadigden in de veiling waren de actuele contracten evenmin beschikbaar en ook zij zullen zich naar verwachting in hun bieding hebben gebaseerd op de kostenberekening door SEO/TNO.

Aanvullingen op of wijzigingen in de toe te passen werkwijze n.a.v. de consultatie

Geen veranderingen aan de werkwijze.

5 Exogene variabelen

Dit hoofdstuk beschrijft de impact van de latere startdatum van de vergunning voor kavel A7 op de exogene variabelen in het SEO-model. Het gaat daarbij om de discontovoet (*weighted average cost of capital*, WACC), de netto advertentieopbrengsten, de inflatie, de afdrachten aan AT en enkele fiscale elementen.

5.1 Discontovoet (WACC)

5.1.1 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.

5.1.2 Wijzigingen in update waardering A7

De methodiek waarmee in 2011 de WACC is bepaald, 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 geïnventariseerd of de waarde is gewijzigd tussen de waardebepaling in 2011 en de veiling en wordt een inschatting gemaakt van de (procentuele) omvang van de wijziging.

Box 10 Reacties – WACC

Vraag 3

Graag ontvangen wij, in aanvulling van de informatie die SEO/IViR verzamelt, van u informatie die volgens u aantoonst 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), marktriscopremie, 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).

Reacties consultatie

Eén partij geeft aan dat een WACC onder de 10% niet realistisch is. Dit zou met name liggen

aan de risicopremie.

Reactie SEO: vermoedelijk wordt bedoeld op de kredietrisico opslag (en niet de marktrisicopremie), zie verder hieronder. Hoewel nota wordt genomen van 'het gevoel' dat de WACC hoger moet zijn dan in de vorige waardering van kavel A7, worden er geen concrete berekeningen of bronnen verschaft om te stellen dat de WACC boven de 10% zou moeten liggen. Op de specifieke genoemde elementen die zouden leiden tot een hogere risicopremie wordt hieronder ingegaan.

Eén partij geeft aan dat de WACC is gestegen met 14% ten opzichte van 2011, maar dat zij niet in staat is de wijzigingen te relateren aan de berekeningen van SEO uit 2011 omdat hierbij door SEO aannames zijn gedaan die zij niet kan reproduceren. Deze partij heeft wel wijzigingen per variabele voorgesteld maar stelt expliciet dat deze niet toepasbaar zijn op de inputparameters van SEO.

Reactie SEO: er wordt nota genomen van de stelling dat de WACC zou zijn gestegen. Hoewel er geen argumenten worden verschaft die direct bruikbaar en kwantificeerbaar zijn in het kader van de door SEO gemaakt berekeningen in 2011, wordt de wijziging per variabele weergegeven. Welke exacte bronnen en/of berekeningen hieraan ten grondslag liggen, wordt niet vermeld. Hierdoor kan de input belaa's niet worden gebruikt voor het kwantificeren van de wijziging in de WACC ten opzichte van 2011. Wel zal hieronder per variabele de door de partij aangegeven richting worden vermeld.

Zoals eerder vermeld, staan de uitgangspunten voor de WACC die SEO in 2011 hanteerde hier niet ter discussie. Deze uitgangspunten zijn uitgebreid gerapporteerd en besproken. Mogelijk zijn hierin keuzes gemaakt waar de partij het niet mee eens is. Dit had de partij niet hoeven weerhouden van nadere informatie over de wijzigingen in de WACC ten opzichte van de toen gebruikte uitgangspunten.

Eén partij geeft aan dat de WACC significant hoger moet zijn dan de waarde die in 2011 is toegepast, als gevolg van ontwikkelingen in twee onderliggende variabelen die zij separaat bespreekt. Bij één van die twee variabelen zijn cijfers toegevoegd over discount rates van een internationaal mediabedrijf voor 2011 en 2012. Hieruit volgt een stijging van ongeveer een half procentpunt. Hoewel dit onvoldoende is voor een stevige onderbouwing van de (wijziging in) de WACC, geeft het een richting aan.

Reactie SEO: er wordt nota genomen van de stelling dat de WACC zou zijn gestegen. Hieronder wordt ingegaan op de ingebrachte punten per variabele.

Toegepaste werkwijze

Drie van de vier partijen hebben informatie aangedragen over de WACC. Alle zijn van mening dat de WACC is gestegen sinds 2011.

Hieronder wordt ingegaan op de aan de WACC onderliggende variabelen en de reacties die zijn ontvangen per onderliggende variabele, waarna per variabele een inschatting wordt gegeven van de wijziging, al dan niet op basis van additioneel cijfermateriaal.

5.1.3 Risicovrije rentevoet

In de eerdere waardering van kavel A7 (Poort et al., 2010 en 2011) is het uitgangspunt voor het bepalen van de risicovrije rente de rente op een overheidsobligatie met een looptijd van 10 jaar, waarbij gekeken wordt naar het renteverloop over een langere periode van 4 jaar en rekening

wordt gehouden met de (toenmalig) recente economische situatie. Op basis hiervan is een risicovrije rentevoet gehanteerd van 4%.

Box 11 Reacties – Risicovrije rentevoet

Reacties consultatie

Eén partij geeft aan dat de risicovrije rentevoet zou zijn gedaald met 36%, maar dat de (omvang van de) wijziging niet op voorhand bruikbaar is voor de door SEO gebruikte systematiek.

Toegepaste werkwijze

Slechts één partij heeft een reactie ingebracht ten aanzien van de risicovrije rentevoet. De richting van de wijziging zou neerwaarts zijn. De partij geeft echter zelf aan dat de zienswijze onvoldoende bruikbaar is om een concrete wijziging op te baseren. Hieronder wordt de toegepaste werkwijze om tot een inschatting te komen toegelicht.

Over de periode 2009-2012 is de gemiddelde rentestand 2,89%.²⁰ In 2013 ligt het 5-maands gemiddelde over januari tot en met mei op 1,72%. Begin mei verlaagde de Europese Centrale Bank de rente, met een neerwaarts effect op overheidspapieren.²¹ Tegelijkertijd lijkt de neerwaartse trend in de Nederlandse tienjaarsrente juist in mei te zijn gekeerd: in mei steeg de rente licht, van 1,66% (in april) naar 1,69%. Kijkend naar het meerjaarsgemiddelde en de recent ingezette opwaartse ontwikkeling zou een bandbreedte tussen de 2% en 3% voor de hand liggen.

Tegelijkertijd zij aangetekend dat de rente op Nederlandse staatsobligaties mede wordt beïnvloed door de bredere ontwikkelingen op de obligatiemarkt. Het is aannemelijk dat de rente op Nederlandse staatsobligaties, als gevolg van een *flight to quality* te midden van de Europese schuldencrisis, sterk gedaald is. Het huidige lage niveau, met een negatieve reële rente, lijkt op termijn niet houdbaar en weerspiegelt eerder de huidige positie van Nederland ten opzichte van andere landen dan het renteniveau waar bedrijven rekening mee houden voor het bepalen van de risicovrije rentevoet. Dit effect zit, ten opzichte van de waardebeoordeling in 2011, vooral in de lage rentevoet in het jaar voorafgaand aan de veiling. Er wordt hier daarom uitgegaan van de bovengrens van de hierboven vastgestelde bandbreedte, en dus een risicovrije rentevoet van 3% gehanteerd.²²

5.1.4 Marktrisicopremie

De marktrisicopremie is het verschil tussen het rendement op een brede marktportefeuille en de risicovrije rentevoet, de rente op staatsleningen.

In de eerdere waardering van kavel A7 (Poort et al., 2010 en 2011) is de marktrisicopremie gebaseerd op een analyse van historische en vooruitkijkende marktrisicopremies. Daarbij is op

²⁰ Gebaseerd op jaarstanden, zie www.dnb.nl. De ontwikkeling van deze rentevoet in voorgaande jaren is als volgt: 3,68% (2009), 2,98% (2010), 2,98% (2011) en 1,93% (2012).

²¹ Zie FD 3-5-2013, *Markten laten zich inspireren door voorspelde renteverlaging*.

²² De keuze voor het hanteren van de bovengrens is mede tot stand gekomen op basis van input uit de second opinion.

basis van een historische MRP van 3,4% (1900-2008) en 3,7% (1900-2009), en een vooruitkijkende MRP van 4,97% (2009) en 3% (2002)²³ een MRP gehanteerd van 4%.

Box 12 Reacties – Marktrisicopremie

Reacties consultatie

Eén partij geeft aan dat de marktrisicopremie zou zijn gestegen als gevolg van (a)de recessie in Nederland, (b)gedaalde advertentiebestedingen in de Nederlandse radiomarkt en (c)de neergang in de radiobeluistering ten koste van muziekbronnen in de nieuwe media. De cijfers die worden aangehaald om dit te staven, hebben betrekking op *discount rates* en niet op marktrisicopremies.

Reactie SEO: de marktrisicopremie is het verschil tussen het rendement op een brede marktportefeuille en de risicovrije rentevoet, de rente op staatsleningen. Omdat het gaat om een marktbrede opslag, zijn sectorspecifieke elementen hierbij irrelevant. Voor zover het risico van de sector toeneemt ten opzichte van de markt als geheel, heeft dit mogelijk impact op de bèta. Maar ook een hoger risico in een sector heeft nog niet per definitie impact op de bèta omdat het gaat om de correlatie met het marktrisico. Ten slotte kan gestegen risico impact hebben op de kredietrisico-opslag. Maar voor al deze mogelijke effecten wordt geen onderbouwing aangedragen.

Eén partij geeft aan dat een WACC onder de 10% niet realistisch is. Dit zou met name liggen aan de risicopremie. Gewezen wordt op het risicovolle karakter van een nieuwe radiozender en de uitdaging om een rendabele business case op te zetten. Daarnaast zou de afgenomen bereidheid bij banken om geld uit te lenen als gevolg van de diverse crises hebben geleid tot hogere risicopremies dan voorzien in het oorspronkelijke SEO-rapport.

Reactie SEO: gezien de genoemde argumenten wordt vermoedelijk bedoeld op de kredietrisico-opslag, en niet de marktrisicopremie. Voor zover wel op de marktrisicopremie zou worden bedoeld, zijn de gegeven argumenten irrelevant: de mate waarin het mogelijk is om een rendabele business case op te stellen in de radiosector en de financieringsbereidheid onder banken spelen geen rol in de hoogte van de marktrisicopremie.

Eén partij geeft aan dat de marktrisicopremie zou zijn gestegen met 20%, maar dat de (omvang van de) wijziging niet op voorhand bruikbaar is voor de door SEO gebruikte systematiek.

Toegepaste werkwijze

Voor zover partijen reacties in hebben gebracht ten aanzien van de marktrisicopremie, geven zij aan dat deze is gestegen. De reacties lijken echter geen betrekking te hebben op de marktrisicopremie of zijn onvoldoende bruikbaar om een concrete wijziging op te baseren. Er zijn daarnaast geen bruikbare bronnen of kwantificering ingebracht. Hieronder wordt de toegepaste werkwijze om tot een inschatting te komen toegelicht.

In Tabel 1 wordt de historische MRP weergegeven volgens dezelfde systematiek als in Poort et al. (2010 en 2011). De eerder gebruikte waarden zijn dikgedrukt. Daarnaast zijn de meest recente cijfers toegevoegd. In Tabel 2 is hetzelfde gedaan voor de vooruitkijkende MRP.

²³ De vooruitkijkende MRP van 3% uit 2002 is gebaseerd op de gezaghebbende studie van Dimson et al. (2002). In 2009 kwamen zij tot vergelijkbare resultaten. Ons is geen update van deze studies bekend.

Tabel 1 Historische MRP

	Wereld	VS	Europa
1900-2012	3,2%	4,2%	3,4%
1900-2011	3,5%	4,1%	3,7%
1900-2010	3,8%	4,4%	3,9%
1900-2009	3,7%	4,2%	3,9%
1900-2008	3,4%	3,8%	3,6%

Bron: Dimson et al. (2009, 2010, 2011, 2012, 2013); historische MRP o.b.v. geometrisch gemiddelde en t.o.v. lang overheidspapier

Tabel 2 Vooruitkijkende MRP

	Maandbasis		Jaarbasis
1-05-2013	5,60%		
1-11-2012	6,44%	2012	5,78%
1-11-2011	6,49%	2011	6,04%
1-11-2010	5,11%	2010	5,20%
1-11-2009	4,97%	2009	4,36%

Bron: Damodaran online, berekeningen van Implied Equity Risk Premium

De historische MRP voor de wereld is licht gedaald sinds de waardeberekening in 2011. Dit kan echter ook liggen aan wijzigingen in de onderliggende dataset, waarbij in de loop van de tijd landen zijn toegevoegd.²⁴ Kijkend naar data voor de VS lijkt de historische MRP juist licht te zijn gestegen. Op basis van de vooruitkijkende MRP is er sprake van een grotere stijging. In combinatie met de reacties op de consultatie wordt gekozen voor een bandbreedte voor de wijziging in de MRP van 0% tot 1%, zodat een MRP van 4% tot 5% resulteert.

5.1.5 Verhouding vreemd versus totaal vermogen

In de eerdere waardering van kavel A7 (Poort et al., 2010 en 2011) is bij het bepalen van de verhouding vreemd versus totaal vermogen (leverage) gebruikt gemaakt van een peer group van Europese bedrijven voor wie radio een belangrijk onderdeel van de activiteiten is. De berekende waarde voor de peer group (64% in 2008) werd neerwaarts bijgesteld op basis van gesprekken met sectorspecialisten van banken om te komen tot een leverage voor Nederlandse radiosector.

Box 13 Reacties – Verhouding vreemd versus totaal vermogen

Reacties consultatie

Eén partij geeft aan dat de leverage lager zou moeten zijn, door het hogere risico en de kortere looptijd van de vergunning. Het zou daardoor moeilijker zijn om schulden aan te trekken.

Eén partij geeft aan dat de leverage onveranderd is gebleven maar dat deze inschatting niet op voorhand bruikbaar is voor de door SEO gebruikte systematiek.

²⁴ In 2013 zijn bijvoorbeeld Rusland en China toegevoegd, waarbij voor delen van de periode geen gegevens beschikbaar zijn.

Toegepaste werkwijze

Er ontstaat geen consistent beeld uit de ingebrachte reacties ten aanzien van de leverage. Er zijn geen bruikbare bronnen of kwantificering ingebracht. Hieronder wordt de toegepaste werkwijze om tot een inschatting te komen toegelicht.

Op basis van dezelfde peer group en dezelfde methodiek als in Poort et al. (2011) is de leverage vastgesteld voor 2011 en 2012. Tabel 3 geeft de leverage van de peer group weer voor de jaren 2008, 2009, 2011 en 2012.

Tabel 3 Leverage (verhouding vreemd versus totaal vermogen)

	2008	2009	2011	2012
Leverage	0,64	0,68	0,61	0,53

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van Reuters (2013) en Poort et al. (2011); Leverage gebaseerd op boekwaarden per einde boekjaar, bij een negatief eigen vermogen wordt de leverage op 100% gesteld, uitbijters op basis van waarden buiten 95% betrouwbaarheidsinterval zijn buiten beschouwing gelaten²⁵

Ten opzichte van 2008 resulteert een daling in de leverage voor de peer group per 2012 van ongeveer tien procentpunt.²⁶ In Poort et al. (2011) is echter geen gebruik gemaakt van een leverage van 64% zoals die volgt uit de resultaten van de internationale peer group voor 2008, maar is deze waarde neerwaarts bijgesteld tot 50%, op basis van de input van sectorexperts van banken. De leverage van 53% die op basis van de internationale peer group zou resulteren voor 2012, ligt nog boven deze waarde. Zonder nadere input is niet vast te stellen of en zo ja in hoeverre deze waarde moet worden aangepast. In het kader van deze actualisering is contact gezocht met de banken die in het kader van Poort et al. (2011) zijn geraadpleegd, met de vraag input te leveren voor een inschatting van wijzigingen in de WACC per 2013, in het bijzonder op het vlak van de leverage en de kredietrisico-opslag. Om uiteenlopende redenen konden of wilden zij niet aan dit verzoek voldoen. Aangenomen wordt daarom dat de leverage in ieder geval niet gestegen is ten opzichte van de waarde in Poort et al. (2011) en derhalve wordt de waarde op basis van de peer group wederom neerwaarts bijgesteld naar 50%. Overigens heeft de leverage, zoals bekend van het fameuze Modigliani-Miller-theorema, weinig invloed op de WACC.²⁷

5.1.6 Bèta

De bèta geeft de beweeglijkheid (volatiliteit) van specifieke aandelen ten opzichte van de marktindex weer. In het CAPM-model wordt de bèta vermenigvuldigd met het verschil tussen het marktrendement en de risicovrije rente om de risicopremie van een aandeel ten opzichte van de risicovrije rente te bepalen.

²⁵ Zie verder Poort et al (2011).

²⁶ Eén bedrijf, Local Radio Company Plc, is niet langer beursgenoteerd en is daarom verwijderd uit de peer group. Voor 2012 is voor twee partijen uit de peer group, Lagardere Active Broadcast en NextRadioTV SA, geen leverage bekend. Voor verdere informatie over de samenstelling van de peer group, zie Poort et al (2011), Bijlage B. Het is niet waarschijnlijk dat deze aanpassing van de peer group ten grondslag ligt aan de dalende trend, aangezien de leverage in 2008 zonder deze bedrijven 0,66 betrof.

²⁷ Alleen belastingfactoren creëren een klein effect. De reden waarom aanpassingen in de leverage weinig effect hebben, is dat bij de berekening van een equity bèta op basis van de asset bèta het directe effect van veranderingen in de leverage in feite ongedaan gemaakt wordt.

In de eerdere waardering van kavel A7 (Poort et al., 2010 en 2011) is bij het bepalen van de bèta gebruik gemaakt van openbare bèta's van de bedrijven in de peer group. Openbare bèta's zijn gebaseerd op de specifieke verhouding vreemd en eigen vermogen van een bedrijf (leverage), zogenoemde 'equity bèta's'. Om te komen tot een bèta die representatief is voor de Nederlandse radiomarkt moeten de bèta's van de bedrijven in de benchmark daarom eerst gecorrigeerd worden voor de leverage van elk bedrijf, zodat de zogenoemde 'asset bèta' resulteert.²⁸ Het gemiddelde van deze bèta's wordt als een representatief cijfer voor de radiomarkt beschouwd. Om te komen tot een bèta specifiek voor de Nederlandse radiomarkt ('equity bèta') wordt dit getal gecorrigeerd voor de leverage van de Nederlandse radiomarkt. De 'asset bèta' wordt daarom ook wel de 'unlevered bèta' genoemd en de 'equity bèta' de 'levered bèta'.

Op basis van de asset bèta uit 2008 van de peer group, in lijn met de verwachting dat de cijfers uit 2008 in mindere mate beïnvloed waren door de kredietcrisis dan de cijfers uit 2009, is in Poort et al. (2011) uitgegaan van een asset bèta van 0,57. Gecombineerd met een leverage van 50% resulteerde een equity beta voor de Nederlandse radiosector van 1,0.

Box 14 Reacties – Bèta

Reacties consultatie

Eén partij geeft aan dat de asset bèta zou zijn gestegen met 18%, maar dat de (omvang van de) wijziging niet op voorhand bruikbaar is voor de door SEO gebruikte systematiek.

Toegepaste werkwijze

Slechts één partij heeft een reactie ingebracht ten aanzien van de bèta. De richting van de wijziging zou opwaarts zijn. De partij geeft echter zelf aan dat de zienswijze onvoldoende bruikbaar is om een concrete wijziging op te baseren. Hieronder wordt de toegepaste werkwijze om tot een inschatting te komen toegelicht.

Op basis van dezelfde peer group en dezelfde methodiek als in Poort et al. (2011) is de leverage vastgesteld voor 2011 en 2012. Tabel 4 geeft de unlevered (asset) bèta van de peer group weer voor de jaren 2008, 2009, 2011 en 2012.

Tabel 4 Unlevered beta (asset beta)

	2008	2009	2011*	2012*
Unlevered bèta	0,57	0,54	0,59	0,73

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van Reuters (2013); beta's voor bedrijven met een negatieve leverage zijn niet meegenomen in de berekening, uitbijters op basis van waarden buiten 95% betrouwbaarheidsinterval zijn buiten beschouwing gelaten²⁹; *equity beta's per bedrijf zijn verzameld per juni 2013 en deze zijn omgezet in een asset beta per bedrijf op basis van de boekwaarde leverage voor elk van de bedrijven per 2011 respectievelijk 2012

De tabel toont een opwaartse ontwikkeling van de asset bèta.³⁰ Uitgegaan wordt van de asset bèta voor de peer group op basis van de meest recente gegevens (0,73).

²⁸ Equity bèta = asset bèta * [1 + (1-t)*D/E], waarbij t = belastingtarief, D = schuld ; E = eigen vermogen.

²⁹ Zie verder Poort et al (2011).

³⁰ Eén bedrijf, Local Radio Company Plc, is niet langer beursgenoteerd en is daarom verwijderd uit de peer group. Voor 2012 is voor twee partijen uit de peer group, Lagardere Active Broadcast en NextRadioTV

De equity beta is afhankelijk van de asset bèta, en van de gekozen leverage. Op basis van een asset beta van 0,73 en een leverage van 50% resulteert een equity beta voor de Nederlandse radiosector van 1,28.

5.1.7 Kredietrisico

In Poort et al. (2010) is de kredietrisico-opslag gebaseerd op de gemiddelde rating in een peer group van bedrijven met radio-activiteiten, die vervolgens is gekoppeld aan informatie over de kredietrisicopremie bij een gegeven rating. Na de consultatie is de peer group herbezien, en bleek voor een te beperkt aantal bedrijven in de peer group een rating bekend. In Poort et al. (2011) is daarom gekozen de kredietrisico-opslag te baseren op de midrange van expert judgements van enkele in de radiosector actieve (Nederlandse) banken en is een kredietrisico opslag van 2,5% gehanteerd.

Box 15 Reacties – Kredietrisico

Reacties consultatie

Eén partij geeft aan dat een WACC onder de 10% niet realistisch is. Dit zou met name liggen aan de risicopremie.

Reactie SEO: gezien de genoemde argumenten wordt vermoedelijk bedoeld op de kredietrisico-opslag, en niet de marktrisicopremie (zie hierboven).

Er wordt nota genomen van het vermoeden bij deze partij dat de kredietrisico-opslag hoger zou moeten liggen dan in de voorgaande waardering van kavel A7. Er worden geen argumenten ingebracht om de omvang van de toename vast te stellen. Aangenomen wordt verder dat de ingebrachte argumenten impliceren dat de WACC zou zijn gestegen ten opzichte van 2011.

Eén partij geeft aan dat een kortere looptijd geen significante impact moet hebben op de te hanteren WACC. Er zou wel impact zijn op de hoogte van de risicovrije rente en de rente-opslag als gevolg van kleine verschillen tussen marktrentes voor verschillende looptijden, hoewel niet wordt aangegeven welke richting die impact zou hebben, maar in de praktijk zou in Nederland voor verschillende jaren geen verschillende WACC worden gehanteerd.

Eén partij geeft aan dat de kredietrisico opslag is gedaald met 52%, maar dat de (omvang van de) wijziging niet op voorhand bruikbaar is voor de door SEO gebruikte systematiek.

Toegepaste werkwijze

Er ontstaat geen consistent beeld uit de ingebrachte reacties ten aanzien van de kredietrisico opslag. Er zijn geen bruikbare bronnen of kwantificering ingebracht. Hieronder wordt de toegepaste werkwijze om tot een inschatting te komen toegelicht.

In Damodaran (2010 en 2013) staan kredietopslagen weergegeven voor corporate bonds voor gegeven ratings. Doordat van één bron gegevens bekend zijn over de opslag bij een gegeven rating voor meerdere momenten in de tijd, kan de ontwikkeling in de opslag worden ingeschat.

SA, geen bèta bekend. Voor verdere informatie over de samenstelling van de peer group, zie Poort et al (2011), Bijlage B. Het is niet waarschijnlijk dat deze aanpassing van de peer group ten grondslag ligt aan de stijgende trend, aangezien de beta in 2008 zonder deze bedrijven 0,61 betrof.

Uitgaande van 2,5% opslag in Poort et al. (2011) kan de bijbehorende rating worden bepaald in 2010 volgens Damodaran: deze opslag ligt het dichtst bij de rating klasse BBB-.³¹ Op basis van een aanname over de wijziging van de rating klasse van Nederlandse radiostations kan een bijbehorende rating klasse in 2013 worden bepaald en op basis van Damodaran (2013) de bijbehorende risico-opslag. De procentuele wijziging in de risico-opslag van BBB- in 2010 naar de opslag behorend bij de nieuwe rating in 2013 geeft vervolgens een indicatie van de relevante ontwikkeling in risico-opslag voor de Nederlandse radiosector en kan worden toegepast op de opslag voor de Nederlandse radiosector die is gebruikt in Poort et al. (2011), om te komen tot de opslag in 2013.³² Om dit te kunnen vaststellen is dus informatie nodig over de wijziging in rating-klasse in de Nederlandse radiosector tussen 2010 en 2013.

Tabel 5 geeft de beschikbare ratings ten tijde van de waardebeoordeling in 2011 (op basis van ratinggegevens van Deloitte over 2010) en in 2013 weer voor de bedrijven in de peer group. In 2011 waren er ratings bekend van 5 bedrijven in de peer group, in 2013 geldt dat voor 4 bedrijven.³³ In Poort et al. (2011, p.16) werd het aantal van 5 als te beperkt beschouwd, “waardoor de betrouwbaarheid van de gemiddelde rating in de benchmark als representatief cijfer voor de sector als onvoldoende wordt ingeschat”. Uit Tabel 5 blijkt dat voor slechts 2 bedrijven een rating beschikbaar is voor beide jaren 2011 en 2013. Over de ontwikkeling van ratings in de peer group kunnen dan ook geen conclusies worden getrokken.

Tabel 5 Ratings in 2011 en 2013

Bedrijf	Land	2011	2013
Beasley Broadcast Group, Inc	USA	B	
Emmis communications	USA	CCC	
Entercom Communications Corp.	USA	BB-	B+
SAGA communications Inc	USA	B+	
Sirius XM Radio Inc.	CA	CCC	BB
Corus Entertainment Inc.	CA		BB+
Salem Communications	USA		B

Bron: Ratings 2011 o.b.v. Deloitte (2010). Ratings 2013 o.b.v. S&P, geraadpleegd juni 2013.

Gegeven de ontwikkeling van de advertentie-opbrengsten in de radiomarkt in de periode 2010-2013 (zie hoofdstuk 5.2), wordt aangenomen dat de gemiddelde rating van Nederlandse radiostations eerder is verslechterd dan verbeterd. Hier wordt daarom aangenomen dat de rating

³¹ Dit moet niet gezien worden als een exacte inschatting van de toenmalige rating, maar als startpunt om de procentuele omvang van de wijziging te bepalen. Damodaran vermeldt in 2010 een kredietrisico opslag van 2,25% bij een rating van BBB-. Bij de navolgende ratingklasse, BB+, vermeldt Damodaran een opslag van 3,5%.

³² Er zijn twee mogelijke oorzaken voor een verandering in de kredietrisico opslag voor de radiobedrijven in 2013 ten opzichte van 2010. Ten eerste kan het risicoprofiel van radiostations zijn veranderd, wat leidt tot een gewijzigde rating. Ten tweede kan de geëiste risico opslag bij een gegeven rating zijn veranderd. Beide effecten worden meegenomen in de gebruikte methode.

³³ Hoewel de totale peer group van 15 bedrijven een grotere spreiding laat zien over Europese en andere landen, zijn de bedrijven waarvoor een rating beschikbaar is alle afkomstig uit USA of Canada. Dit zou tot verkeerde conclusies over de ontwikkeling in de rating kunnen leiden, aangezien het aannemelijk is dat de ratings in die landen een grotere verbetering laten zien dan in Europese landen als gevolg van een sterker economie herstel.

ten beste gelijk is gebleven ten opzichte van de waardeberekening in 2011 en ten slechtste twee rating klassen is verslechterd.

Het procentuele verschil tussen de kredietrisico-opslagen van Damodaran uit 2010 en 2013 wordt berekend over de waarde van 2,5% zoals gehanteerd in Poort et al. (2011). In het geval van een daling van twee klassen (van BBB- naar BB) in de periode 2010-2013 is de mutatie ruim 76%. Als gevolg hiervan wordt de nieuwe opslag 4,41%, die fungeert als bovengrens. Voor de ondergrens wordt uitgegaan van een gelijkblijvende rating, wat resulteert in een zeer beperkte toename van de kredietopslag van 1,3%.³⁴ De ondergrens voor de kredietrisico-opslag wordt daarmee 2,53%. Tabel 6 geeft de resultaten weer. Per saldo volgt de nieuwe bandbreedte voor de kredietopslag dus uit een combinatie van een verslechterde rating aan de bovenkant van de bandbreedte en een (beperkte) algehele verhoging van de kredietopslag bij gelijkblijvende rating.

Tabel 6 Ontwikkeling van de kredietopslag tussen 2010 en 2013

	Van (2010)	Naar (2013)	Toe/afname	Nieuw*
Wijziging: - 2 rating klasse	BBB-	BB	76,4%	4,41%
Wijziging: geen	BBB-	BBB-	1,3%	2,53%

Bron: SEO Economisch Onderzoek op basis van Damodaran (2010 en 2013); ratings betreffen S&P ratings; uitgegaan wordt van een BBB- rating in 2010 o.b.v. de kredietopslag van 2,5% gehanteerd in Poort et al. (2011); *de nieuwe kredietopslag wordt berekend door de toe/afname in 2013 t.o.v. 2010 o.b.v. Damodaran te berekenen over de kredietopslag van 2,5%.

5.1.8 Bandbreedte WACC

In Tabel 7 wordt de inschatting in de wijziging van de WACC weergegeven op basis van de onderliggende variabelen. Hieruit resulteert een middenschatting van 6,80%. De opwaartse ontwikkeling ten opzichte van de inschatting van de WACC in Poort et al. (2011) is in lijn met de consultatiereacties.

Tabel 7 Update inschatting WACC

	Addendum 2011		Update 2013	
		Ondergrens	Middenschatting	Bovengrens
Nominale WACC	6,42%	6,13%*	6,80%	7,47%
<i>Inputparameters:</i>				
Risicovrije rentevoet	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Asset Bèta	0,57	0,73	0,73	0,73
Equity Bèta	1,0	1,28	1,28	1,28
Marktriscopremie	4,0%	4,0%	4,5%	5,0%
Belastingtarief	25,5%	25,0%	25,0%	25,0%
Rente-opslag	2,50%	2,53%	3,47%	4,41%
Leverage	50%	50%	50%	50%

Bron: SEO Economisch Onderzoek; *op basis van de consultatiereacties wordt aangenomen dat de WACC in ieder geval niet is gedaald ten opzichte van Poort et al. (2011) en daarmee de ondergrens voor de gevoeligheidsdoorrekening vastgesteld op 6,42%

³⁴ Dat de kredietopslag stijgt bij een gelijkblijvende rating is vermoedelijk het gevolg van een bredere ontwikkeling naar aangenomen risico-acceptatie.

Met name doordat het niet mogelijk is gebleken de inschattingen te toetsen bij sectorspecialisten van banken, in lijn met de gehanteerde methodiek in Poort et al. (2011), resteert enige onzekerheid over de middenschatting. Daarom wordt in hoofdstuk 8 een gevoeligheidsdoorrekening gepresenteerd op basis van een bandbreedte voor de WACC. Alle partijen die naar aanleiding van de consultatie hebben gereageerd op de WACC, geven aan dat deze is gestegen. Zonder reactie op de onderliggende variabelen is het niet mogelijk de mening van de zienswijzen te incorporeren in bovenstaande inschatting van de wijziging per onderliggende variabele. Hierdoor ontstaat discrepantie tussen de input in de zienswijzen over de wijziging in de WACC en de inschatting van de ondergrens op basis van de onderliggende variabelen. Hier wordt de overeenstemming over de breedte van de zienswijzen dat de WACC is gestegen sinds 2011 gevolgd en daarom een ondergrens van de WACC gehanteerd gelijk aan de waarde uit Poort et al. (2011), dat wil zeggen 6,42%. Voor de bovengrens van de bandbreedte in de gevoeligheidsdoorrekening wordt uitgegaan van de berekende bovengrens van 7,47%.

5.2 Netto advertentieopbrengsten en inflatie

5.2.1 Initiële rekenmethodiek

Het rapport *Waarde commerciële radiovergunningen* (Poort, Kerste, et al., 2010) bespreekt in paragraaf 4.8 het verband tussen de ontwikkeling van de economie (groei bbp) en de netto advertentieopbrengsten (NAO) in de radiomarkt: “De contracties in NAO blijken, bij een positieve ontwikkeling van het bbp, binnen 2 tot 3 jaar te worden gecorrigeerd door een opwaartse beweging die de NAO weer terugbrengt op haar trendlijn ten opzichte van het bbp” (p. 38). Voor die trendmatige ontwikkeling op de langere termijn is uitgegaan van een ontwikkeling van 0,25% onder de bruto bbp-ontwikkeling.

5.2.2 Wijzigingen in update waardering A7

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

Vanzelfsprekend waren er toen op 22 mei 2013 de veiling sloot voor recentere jaren definitieve cijfers bekend over de netto advertentieopbrengsten dan ten tijde van de waardering in Poort et al. (2011). Concreet waren op basis van publicaties van de RAB jaarcijfers bekend tot en met 2012 en 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 de structurele ontwikkeling in te schatten. Voor die structurele ontwikkeling kunnen vervolgens dezelfde aannames worden gehanteerd als in de initiële waardering.

Box 16 Reacties – Netto advertentieopbrengsten en inflatie**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.

Reacties consultatie³⁵

Eén partij geeft aan dat de economische vooruitzichten voor de advertentiemarkt ongunstig zijn, gegeven de druk op de netto advertentiebestedingen de afgelopen jaren en de verwachting van de partij dat de Nederlandse economie nog niet uit de problemen is. Er worden geen bronnen of berekeningen overlegd om te bepalen hoe ongunstig de vooruitzichten zijn.

Reactie SEO: de inbreng sluit aan bij de voorgenomen methodiek om in 2013 uit te gaan van een negatieve groei van de NAO en om een koppeling te maken tussen de advertentiemarkt en de bredere economische ontwikkeling (i.c. het bbp).

Eén partij tracht in lijn met de methodiek zoals voorgesteld in het consultatiedocument te komen tot een inschatting van de nominale advertentieopbrengsten in de periode 2014 en verder. De partij geeft tevens aan niet over aanvullende informatie te beschikken die relevant is voor de door SEO toegepaste methodiek.

Reactie SEO: de partij geeft aan getracht te hebben op basis van een vergelijkbare methode de netto advertentieopbrengsten te bepalen. Hoewel inderdaad in grote lijnen dezelfde methodiek wordt gevolgd, wijken enkele uitgangspunten af. Omdat de intentie blijkt te zijn geweest om de SEO-methodiek te volgen, wordt niet op ieder punt individueel ingegaan maar wordt verwezen naar de gedetailleerde weergave van de toegepaste methodiek hieronder.

Aanvullingen op of wijzigingen in de toe te passen werkwijze n.a.v. de consultatie

Hieronder wordt de toegepaste werkwijze, inclusief onderliggende bronnen, toegelicht.

Zoals reeds vermeld in Hoofdstuk 2, wordt als uiterste datum voor de meest recente informatie uitgegaan van het uiterste moment waarop partijen in de veiling nieuwe informatie mee konden nemen: de dag dat de biedingen moesten worden ingediend, te weten 22 mei 2013.

Voor elke variabele wordt de meest recente informatie tot die datum meegenomen. In Tabel 8 zijn de waarden opgenomen voor inflatie, bbp en de ontwikkeling in de NAO. Voor inflatie en bbp-ontwikkeling in de jaren 2010-2014 is gebruik gemaakt van de op dat moment meest recente

³⁵ Eén partij geeft in reactie op consultatievraag 4 en op andere plekken in zijn reactie aan dat de volgorde van toetreding van invloed is op het te realiseren marktaandeel voor een nieuwkomer en verwijst daarbij naar diverse wetenschappelijke publicaties. Een laatkomer zou volgens de partij een lager marktaandeel kunnen realiseren. Hoewel dit punt wordt ingebracht in reactie op de consultatievraag over de latere startdatum, wordt hier feitelijk het waarderingsmodel van SEO en de daaraan ten grondslag liggende modelspecificatie in de econometrische analyse ter discussie gesteld en valt het daarmee buiten de scope van de consultatie en dit rapport.

economische ramingen van het CPB (CPB, 2013). Aangezien deze ramingen geen uitspraken doen over de jaren 2015-2017, is daarvoor gebruik gemaakt van de meest recente publicatie van het CPB waarin dat wel gebeurt (CPB, 2012; p. 19).³⁶ Voor de NAO zijn de realisatiecijfers tot en met 2012 genomen zoals gerapporteerd door RAB (in persberichten gepubliceerd op de website www.rab.fm en telefonisch of per mail tot op € 1000 nauwkeurig verstrekt).

Voor de ontwikkeling van de NAO in het basisscenario is aangesloten bij de oorspronkelijke methodiek in Poort, Kerste et al. (2010) en (2011), waarin de scherpe daling in 2012 na drie jaar terugkeert op de trendmatige lange-termijnontwikkeling van 0,25% onder de bruto bbp-ontwikkeling.³⁷ Uitgangspunt is dus dat het *verschil tussen NAO-groei en nominale bbp-groei*, die in 2012 -8,1% betrof, zich in twee gelijke stappen in 2013 en 2014 herstelt tot de trendmatige afstand van -0,25 procentpunt.³⁸ De resulterende groeicijfers en nominale totalen zijn te zien in Tabel 8. Merk op dat de geprognosticeerde krimp van de NAO met 3,25% in 2013 goed aansluit bij de realisatie van -3,69% in het eerste kwartaal van 2013.

Tabel 8 Scenario voor ontwikkeling NAO, inflatie en bbp 2010-2017

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Groei NAO (%)	4,98 [^]	1,01 [^]	-6,53 [^]	-3,25	0,10	3,25	3,25	3,25
Inflatie (%)	1,30*	2,30*	2,50*	2,75*	2,00*	2,00*	2,00*	2,00*
Reële bbp-groei (%)	1,60*	1,00*	-0,90*	-0,50*	1,00*	1,50*	1,50*	1,50*
Nominale advertentieopbrengsten (mln. €)	230,6 [^]	232,9 [^]	217,7 [^]	210,6	210,8	217,7	224,7	232,0

Bron: SEO Economisch Onderzoek/IViR, gebaseerd op: * CPB (2013), * CPB (2012), ^ RAB per 22-5-2013. In het persbericht over de eerste twee kwartalen van 2013 (d.d. 23-7-2013) wordt het tweede kwartaal van 2012 en daarmee de totale NAO voor 2012 door RAB herzien. Deze herziene cijfers waren bij het sluiten van de veiling op 22 mei 2013 echter niet beschikbaar. Ook RAB zelf ging per mail op 18 juni 2013 nog uit van een totaalomzet van € 217.676.000 in 2012; vet: voorspelling SEO/IViR

Omdat de voorspellingen voor de NAO van grote invloed zijn op de actuele waarde van de vergunning voor kavel A7 zijn deze, mede ingegeven door vragen hierover in de second opinion, vergeleken met andere, openbare voorspellingen voor de Nederlandse radio-advertentiemarkt. Het is niet onaannemelijk dat marktpartijen zich op dergelijke voorspellingen hebben gebaseerd

³⁶ Deze publicatie voorspelt voor de periode 2013-2017 een lagere groei van de toegevoegde waarde dan in de periode 1998-2007, van 1,5%, op basis van een lagere structurele groei van het arbeidsaanbod en een lagere verwachte groei van de arbeidsproductiviteit. Het verschil van de resulterende prognose met de recentere raming voor 2014 is dermate klein, dat het niet aannemelijk wordt geacht dat de raming voor de jaren 2015-2017 per 22 mei 2013 neerwaarts (of opwaarts) zou moeten worden bijgesteld.

³⁷ Merk op dat deze methodiek in Poort, Kerste, *et al.* (2011) mede tot stand is genomen op basis van reacties vanuit de markt op een conceptrapport, waarop de landelijke en niet-landelijke vergunninghouders in februari 2010 konden reageren. In dit conceptrapport werd een sterke opleving van de advertentiemarkt in 2010 en 2011 geprojecteerd, gevolgd door een ontwikkeling 0,25% onder het nominale bbp. In reactie hierop gaven partijen vrijwel unaniem aan dat een sterke krimp zoals in 2009 zich slechts zeer langzaam zou herstellen, en werden verwachtingen van de BVA, PMA en RAB ter hand gesteld die deze verwachtingen ondersteunden en uitgingen van een verdere krimp in 2010 en zeer langzaam herstel daarna. Op basis van deze input uit de markt is in de methodiek gekozen voor een langzame terugkeer, in 3 jaar, naar het trendmatige groeipad.

³⁸ De achterliggende gedachte is dat wanneer de verwachting van het CPB is dat het bbp zich op korte termijn sneller dan wel minder snel herstelt, ook de NAO sneller dan wel minder snel herstelt, aangezien de afstand tot de nominale bbp-groei wordt geïnterpoleerd.

bij het bepalen van hun bod. Om gevoeligheden ten opzichte van het basisscenario te schetsen is daarom op basis van deze informatie een bandbreedte afgeleid voor de marktontwikkeling waarvan deelnemers aan de veiling redelijkerwijs uit kunnen zijn gegaan bij het bepalen van hun bod.

Een eerste bron daarvoor is de *Entertainment & Media Outlook for the Netherlands* die PWC jaarlijks in of rond oktober uitgeeft. De projecties voor de Nederlandse radio-NAO in de outlook uit 2012 en 2013 staan vermeld in de tweede en derde rij van Tabel 9. Bij deze cijfers moet allereerst worden opgemerkt dat de Outlook 2013 op 22 mei nog niet beschikbaar was. Om die reden is deze voorspelling grijs weergegeven. Hiermee samen hangt het feit dat PWC in de Outlook 2013 uitgaat van het door de RAB in juli 2013 gereviseerde cijfer voor 2012.³⁹ Te zien is dat PWC op lange termijn een lagere structurele groei projecteert dan SEO/IViR. Voorts blijkt dat de verschillen tussen beide edities van de Outlook groot zijn, als gevolg van de krimp in 2012 die sterk afwijkt van de eerder voorspelde groei in dat jaar. Net als SEO/IViR voorspellen beide edities van de Outlook een min of meer lineaire ontwikkeling van het groeicijfer tussen de laatste realisatie en de langere termijn.⁴⁰ Een andere partij die voorspellingen doet voor de Nederlandse radioadvertentiemarkt – zij het niet voor de langere termijn – is Zenith Optimedia. De vierde en vijfde regel in de tabel geven de voorspellingen uit april en oktober 2013 voor de radio-NAO, voor de jaren 2013-2015. Opnieuw zij vermeld dat op 22 mei 2013 de oktober-voorspelling nog niet bekend was en om die reden grijs is weergegeven. De april-voorspellingen liggen voor ieder jaar 1 à 2 procentpunt onder de projecties van SEO/IViR.⁴¹

De vraag is vervolgens van welke marktverwachtingen bieders in de veiling op basis van deze voorspellingen redelijkerwijs kunnen zijn uitgegaan. De PWC-outlook 2012 was op 22 mei 2013 reeds sterk gedateerd in het licht van de op dat moment bekende realisaties van -6,53% in 2012 en -3,69% in het eerste kwartaal van 2013. Als bovengrens voor de NAO-verwachtingen in de gevoeligheidsdoorrekening wordt daarom uitgegaan van de realisaties voor 2012 en 2013 (waarbij het eerste kwartaal 2013 wordt geëxtrapoleerd naar heel 2013) gevolgd door sneller herstel in 2014 conform de PWC-outlook 2012. Als ondergrens wordt voor de jaren 2013-2015 uitgegaan van de voorspellingen van Zenith Optimedia uit april 2013 en wordt voor 2016 en 2017 uitgegaan van een groeiverwachting van 2,4% in lijn met de PWC-Outlook 2012.

³⁹ Zie tekst onder Tabel 8.

⁴⁰ Ook blijkt uit de tabel dat PWC in oktober 2012 nog een groei van 1,3% voor heel 2012 voorspelde, terwijl over de eerste drie kwartalen van 2012 een krimp was gerealiseerd van 6,75%. Over heel 2012 was de krimp (zoals bekend op 22 mei 2013) 6,53%.

⁴¹ Tot slot zijn de groeiprognozes kwalitatief getoetst in een interview met Quinten Heller van Carat Nederland, een onafhankelijk mediabureau dat onder andere mediaonderzoek verricht en het Mediafeitenboekje uitgeeft (het interview had tevens betrekking op de gevolgen van het braak liggen van kavel A7, zie verder hoofdstuk 6). Dhr. Heller gaf aan voor 2013 en 2014 weinig groei te verwachten en de prognose van 3,25% voor 2015-2017 nog wat aan de hoge kant te vinden.

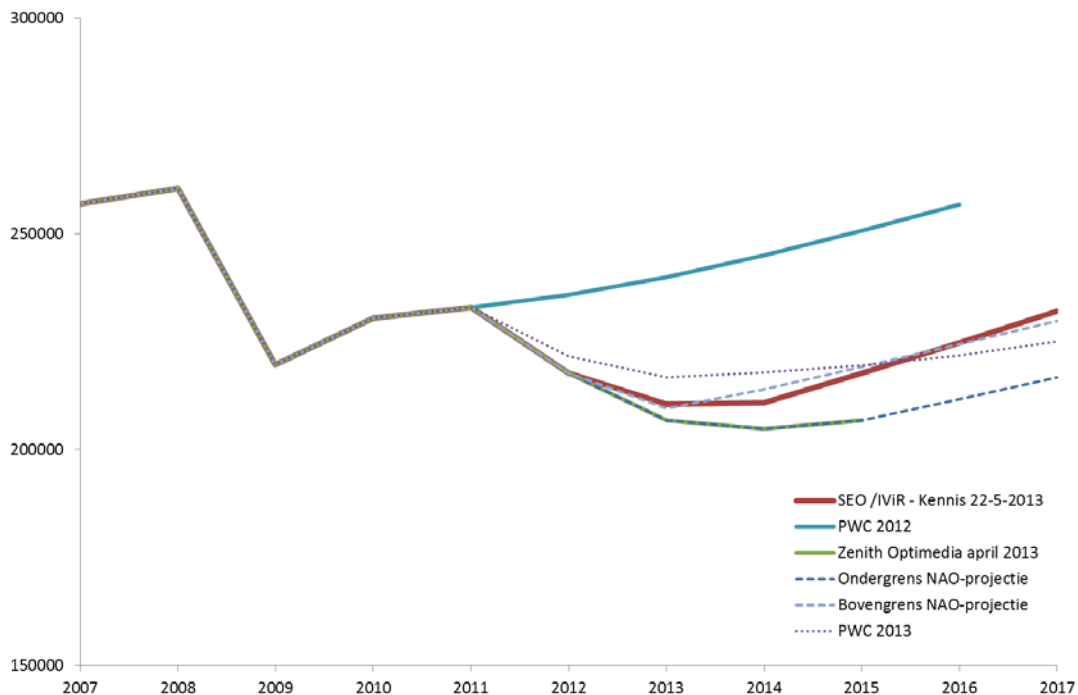
Tabel 9 Projecties NAO (%)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Basisscenario</i>								
SEO/IViR	4,98 [^]	1,01 [^]	-6,53 [^]	-3,25	0,10	3,25	3,25	3,25
<i>Openbare voorspellingen</i>								
PWC-outlook 2012	5,0	0,9	1,3	1,7	2,1	2,4	2,4	
PWC-outlook 2013	5,0	0,9	-4,7	-2,2	0,5	0,8	1,0	1,5
Zenith Optimedia (apr 2013)*				-5	-1	1		
Zenith Optimedia (okt 2013)*				-2,5	-2,5	-1,5		
<i>Gevoeligheidsdoorrekening</i>								
Bovengrens NAO-projectie			-6,53 [^]	-3,69	2,1	2,4	2,4	2,4
Ondergrens NAO-projectie			-6,53 [^]	-5	-1	1	2,4	2,4

Bron: PWC (2012, 2013). Vetgedrukt: voorspelling; grijs: nog niet bekend op 22-5-2013; [^] RAB t.e.m. 22-5-2013; *Verkregen via Ralph Sluis, Zenith Optimedia NL d.d. 25-10-2013

Figuur 1 geeft de geprojecteerde NAO-ontwikkeling voor de diverse scenario's grafisch weer. Het door SEO/IViR gehanteerde basisscenario ligt bovenin de bandbreedte op basis van de op 22 mei 2013 gepubliceerde projecties in het kader van de gevoeligheidsdoorrekening. Dit betekent dat de neerwaartse gevoeligheid van de door SEO/IViR geactualiseerde waarde hoger is dan de opwaartse gevoeligheid. De voorspelling 'PWC 2012' was op dat moment al achterhaald door de realisaties over 2012 en het eerste kwartaal van 2013. De voorspelling 'PWC 2013' – nog niet bekend op 22 mei 2013 en slechts ter illustratie weergegeven – correspondeert goed met de het basisscenario van SEO/IViR. Het verschil vloeit vooral voort uit de gereviseerde NAO over 2012.

Figuur 1 Validatie projecties NAO



Bron: SEO/IViR o.b.v. PWC (2012, 2013), Zenith Optimedia NL en eigen analyse

5.3 Te betalen vergoeding aan AT

De toezichtvergoeding die vergunninghouders betalen aan AT is in 2011 vastgesteld op basis van een aanname over de groei van deze opdrachten gebaseerd op historische ontwikkeling. Het model ging concreet uit van de toezichtkosten voor ether uit 2010 en verhoogde deze jaarlijks met de groeivoet van deze kosten tussen 2003 en 2010 (ongeveer 3,1%).

Net als nieuwe informatie over de inflatie en de NAO, dient ook de meest recente informatie over de vergoeding aan AT te worden meegenomen. Dit heeft zowel gevolgen voor het vertrekpunt voor de toezichtkosten in 2013, als de veronderstelde groeivoet voor de jaren erna.

Op basis van de geldende regeling, het aantal opstelpunten en zendvermogens zouden de jaarlijkse toezichtkosten voor FM-distributie voor A7 zijn uitgekomen op € 204.334 voor heel 2013 en geldt in dat jaar een eenmalige verleningsvergoeding van € 10.506.⁴²

Voor digitale distributie zouden de jaarlijkse toezichtkosten voor A7 voor heel 2013 zijn uitgekomen op € 4854.⁴³ Daar komen nog de eenmalige verleningskosten bij ter hoogte van € 2335. De AT-kosten hebben betrekking op 2 kanalen en worden, net als in de waardering in 2011, gedeeld door 2 om te komen tot de kosten van 1 kanaal.

⁴² De in rekening gebrachte toezichtkosten voor het jaar 2013 waren lager, omdat de vergunning niet op 1 januari maar op 4 juli inging.

⁴³ Ook hier geldt dat de in rekening gebrachte toezichtkosten lager waren, omdat de vergunning niet op 1 januari maar op 4 juli inging.

Net als in 2011 wordt voor de groei van de toezichtkosten in latere jaren uitgegaan van de gemiddelde groei over de periode sinds 2003. Als gevolg van de zeer beperkte groei van de toezichtkosten tussen 2010 en 2013, komt de veronderstelde jaarlijkse groeivoet thans uit op ongeveer 2,3%.⁴⁴

5.4 Belasting

5.4.1 Bruterig

De waarde die volgt uit het kasstroommodel is in beginsel de waarde voor de vermogensverschaffers *na belasting*. Doordat vergunninghouders het financieel instrument als kost mogen boeken daalt de belastbare winst, wat een waardeverhogend effect heeft. Om dit voordeel mee te nemen in de waardeberekening worden de waarden uit het kasstroommodel in Poort et al. (2010 en 2011) gebruteerd door deze te delen door 1 minus het tarief van de vennootschapsbelasting.⁴⁵ Hieraan ligt de impliciete aanname ten grondslag dat de kosten voor de vergunning ineens aan het begin van looptijd ten laste van het resultaat kunnen en mogen worden geboekt. Daarbij werd in Poort et al. (2010) nadrukkelijk gesteld dat indien bij de verlenging de mogelijkheid geboden zou worden gespreid te betalen, bijvoorbeeld in jaarlijkse termijnen, daarbij een marktconforme rente in rekening gebracht diende te worden.

In het kader van de second opinion is gediscussieerd over de aanname om de vergunningsprijs als eenmalige kost vooraf op te nemen in de kasstromen. RBB/SMAN stelt dat de keuze voor deze aanname impact kan hebben op de waarde als gevolg van fiscaliteiten. Zo zal het boeken van de licentievergoeding in jaarlijkse bedragen, hetzij als jaarlijkse kost als gevolg van een gespreide betalingsregeling, hetzij als jaarlijkse afschrijving op een investering, leiden tot het later realiseren van het belastingvoordeel op aftrekbaarheid van kosten respectievelijk afschrijvingen dan wanneer sprake is van een eenmalige kostenpost aan het begin van de vergunning. Daarenboven stelt RBB/SMAN dat rekening moet worden gehouden met verliezen in beginjaren waardoor belastingvoordelen pas later (op basis van *carry forward* van verliezen) kunnen worden gerealiseerd.

In dit kader is van belang dat, in tegenstelling tot ten tijde van de waardebepaling in 2011, bij het vaststellen van de actuele waarde volledige duidelijkheid bestaat over de toepassing van de faciliteit van gespreide betaling, en er dient dan ook rekening te worden gehouden met deze kennis.

Dit betekent dat voor de actuele waarde van A7 niet dient te worden uitgegaan van een eenmalige betaling vooraf die ineens ten laste van het resultaat wordt gebracht, maar van gespreide betaling van de vergunningprijs conform de betalingsregeling (zie Box 17).⁴⁶ Hierdoor wordt het belastingvoordeel later in de tijd gerealiseerd, wat een waardeverlagend effect heeft. Hier staat

⁴⁴ De cumulatieve groei van de jaarlijkse tarieven in de periode 2003-2013 bedroeg 25,3%. Daarenboven zijn de toezichtkosten voor etherdistributie van A7 vanaf 2013 wat hoger dan ten tijde van de waardebepaling in 2011, omdat de toezichtkosten voor dit kavel gebaseerd waren op de vergunning die aan Arrow Classic Rock was verleend. Op grond van die vergunning was minder vermogen vergund en werden dus lagere toezichtkosten in rekening gebracht.

⁴⁵ Zie verder Poort et al (2010, pp. 83-84).

⁴⁶ Er is geen gewijzigde omstandigheid die noodzaakt tot afwijken van de aanname de licentievergoeding als kost te behandelen. Door toepassing van gespreide betaling is dit ook minder relevant geworden.

tegenover dat de vergunninghouder de wettelijke rekenrente verschuldigd is aan AT over het uitgestelde deel van de betaling. Deze rente is slechts 3% en ligt aanzienlijk onder het niveau van de voor de radiosector relevante kredietrente in de WACC. Hierdoor heeft de vergunninghouder baat bij een latere betaling. Dit tijdvoorkeureffect heeft een opwaarts effect op de waarde, en wordt geoperationaliseerd door de betaling van de wettelijke rekenrente op te nemen in het kasstroommodel.⁴⁷ Dit betekent ook dat de wijze van brutering wijzigt en plaatsvindt door te werken met een nominaal gelijkblijvende reeks licentiebetalingen voor belasting, waarvan de hoogte met een goal-seek routine iteratief wordt opgelost.

Box 17 Betalingsregeling

Op basis van de veilingregeling geldt voor een willekeurige toetreder het volgende betalingsschema:

Bij het indienen van het bod, uiterlijk op 22 mei 2013, moet een waarborgsom van 25% van het bod worden betaald. De eerste termijn is vervolgens betaalbaar 6 weken na start van de vergunning op 4 juli 2013, en bedraagt 25% van de totale som. De tweede en derde termijn zijn betaalbaar op 1-9-2014 respectievelijk 1-9-2015 en bedragen beide 25% van de totale som. De vierde termijn wordt betaald uit de waarborgsom.

Over de verschuldigde bedragen van de tweede en derde termijn moet de wettelijke rente worden betaald (thans 3%), te rekenen vanaf 6 weken na de vergunningsdatum. Over de eerste termijn (te betalen binnen zes weken na de start van de vergunning) wordt geen rente gerekend. Ook over de vierde termijn is geen rente verschuldigd omdat die wordt gedekt door de betaalde waarborgsom.

5.4.2 Boekwinst en belastingvoordelen DAB business case

In het kader van de second opinion is een tweetal aanvullende elementen ter sprake gebracht dat samenhangt met de fiscale behandeling van kasstromen en impact op de waarde van kavel A7 zou kunnen hebben:

- In de berekening van de actuele waarde van kavel A7 worden investeringen aan het einde van de vergunningperiode gedesinvesteerd indien er nog een boekwaarde resteert. RBB/SMAN merkt op dat hierin geen rekening wordt gehouden met belasting over mogelijke boekwinst. Hier is relevant dat boekwinst resulteert als de fiscale afschrijvingstermijn korter is dan de economische afschrijvingstermijn, omdat de economische waarde dan hoger is dan de fiscale waarde aan het einde van de vergunningsduur. Dit is niet het geval voor non-distributie materiële activa, maar wel voor distributie activa ether en digitaal. Het meenemen van deze boekwinst zou een neerwaarts effect op de actuele waarde van kavel A7 hebben, omdat over de boekwinst belasting verschuldigd is.
- In de berekening van de actuele waarde van kavel A7 is een aparte business case voor DAB opgesteld, die voor 100% ten laste komt van de waarde van de etherlicentie. RBB/SMAN stelt dat, doordat dit in een aparte business case wordt gedaan, er geen rekenschap wordt gegeven van de belastingvoordelen van de verliezen in de DAB

⁴⁷ Hoewel de financieringsstructuur normaliter geen onderdeel uitmaakt van de business case, omdat deze wordt meegenomen via de WACC, resulteert door deze rekenstap op een transparante wijze een netto tijdvoorkeureffect waarbij is gecorrigeerd voor de rentebetaling.

business case. Het meenemen van deze belastingvoordelen zou een opwaarts effect op de actuele waarde van kavel A7 hebben.

Deze beide effecten kunnen niet worden gezien als het gevolg van gewijzigde omstandigheden, en behoren daarom niet tot de scope van het bepalen van de actuele waarde van kavel A7 op basis van de oorspronkelijke methodiek. Daarbij zij vermeld dat, doordat uit wordt gegaan van gespreide betaling en door de verwerking van de daarmee samenhangende carry forward (zie vorige paragraaf), en de licentievergoeding op basis hiervan iteratief wordt bepaald, de belastingvoordelen van de DAB case nu automatisch worden meegenomen.⁴⁸

Ten slotte zij vermeld dat, als onderdeel van de fiscale aanpassingen, een vennootschapsbelasting van 25% in plaats van 25,5% wordt gehanteerd.

⁴⁸ Op verzoek van RBB/SMAN is getoetst of het neerwaartse effect van belasting over de boekwinst een materiële impact op de waardering zou hebben. Puur ter illustratie is berekend dat de impact op de actuele waarde beperkt zou zijn tot een verlaging van de actuele waarde met € 90 duizend.

6 Gewijzigde of afwijkende omstandigheden buiten het SEO-model⁴⁹

In de voorgaande hoofdstukken is gekeken naar gewijzigde of afwijkende omstandigheden *binnen* het SEO-model (zie ook Box 1), waarbij de latere startdatum centraal stond. De latere startdatum betreft een wijziging in een van de objectieve kenmerken van de vergunning die ten grondslag liggen aan de waardering door SEO. De impact hiervan kan binnen de bestaande methodiek exact worden berekend door de relevante verklarende variabele te wijzigen en het rekenmodel aan te passen op de punten zoals beschreven in de voorgaande hoofdstukken.

Dit hoofdstuk richt zich op gewijzigde of afwijkende omstandigheden *buiten* het SEO-model: afwijkende omstandigheden die gelden ten tijde van de veiling maar die niet golden in de gebruikte dataset. De voorspelmodellen zullen niet automatisch rekening houden met dergelijke afwijkende omstandigheden op de veilingdatum, terwijl zij wel impact kunnen hebben op de actuele waarde van kavel A7.

In het consultatiedocument is één afwijkende omstandigheid ter consultatie voorgelegd – het braak liggen van kavel A7 – en is de markt gevraagd hier relevante afwijkende omstandigheden aan toe te voegen.⁵⁰ Deze worden hieronder apart behandeld.

6.1 Braak liggen A7

Preset en marktaandeel

Bij de waardebepaling van de kavels die per 9-2011 zijn verlengd, is aangesloten bij een situatie waarin 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 wel het geval zou zijn geweest indien een nieuwkomer zonder onderbreking in

⁴⁹ In het consultatierapport zijn de onderwerpen in dit en het volgende hoofdstuk samen behandeld in één hoofdstuk.

⁵⁰ De vraag in de consultatie (vraag 5) was breder: “In dit hoofdstuk [in het consultatierapport] 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?”. In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de ingebrachte afwijkende omstandigheden buiten het SEO-model, in het volgende hoofdstuk op overige factoren die de veilingprijs beïnvloeden. Het doel van de consultatie op dit punt was daarnaast tweeledig. Behalve dat marktpartijen zijn gevraagd naar aanvullende waardebeïnvloedende elementen, is hen ook gevraagd naar de mogelijkheden om deze kwalitatief en kwantitatief te onderbouwen en indien mogelijk daarvoor cijfermateriaal aan te leveren.

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 waardebeoordeling. 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.⁵¹

Los van de verwachting dat luisteraars in het geval van A7 meer moeite zullen hebben dit station te vinden, geldt ook 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 dit station, 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

Hieronder wordt de werkwijze om braak liggen te kwantificeren weergegeven zoals die ook was opgenomen in het consultatierapport. Op deze manier is voor de lezer duidelijk waar de partijen in de consultatie op hebben gereageerd. Naar aanleiding van de reacties in de consultatie, discussie in het kader van de second opinion en aanvullende interviews met marktexperts is gekomen tot een definitieve werkwijze, die op punten afwijkt van de initieel voorgestelde werkwijze.

De impact van braak liggen 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 toetreders 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

⁵¹ 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 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.

kasstroomoverzicht. Wel moet daarbij onderscheid gemaakt worden tussen de kosten van een reguliere campagne (die ook door een toetreders 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.

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 aanloopperiode 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.

Box 18 Reacties – Braak liggen

Reacties consultatie

Drie partijen onderschrijven de negatieve impact op de waarde van het feit dat kavel A7 ruim 4 jaar onbespeeld is.

Eén van deze drie partijen gaat daarbij in op de wijze waarop de impact van het 'braak liggen' kan worden gekwantificeerd. Ten eerste zouden de marketinguitgaven van de verkrijger van kavel A7 hoger kunnen liggen dan van andere nieuwkomers in het verleden (waarbij een bedrag van meer dan € 3 mln. aan uitgaven in het eerste jaar niet zou zijn uitgesloten). Tegelijkertijd zou de ingroei-curve van een station op kavel A7 langzamer kunnen verlopen dan van vergelijkbare stations. Een periode zonder inkomsten, zoals voorgesteld door SEO, zou in dit kader volgens de partij niet onredelijk zijn, waarbij een periode van minimaal 6 maanden wordt aangeraden. Daarna zou dan nog een neerwaartse correctie in de omzet (met tientallen procenten) nodig zijn omdat de tragere groei ervoor zorgt dat een bespeler moeilijker contracten sluit.

Reactie SEO: er wordt kennis genomen van de ingebrachte ideeën om de impact van het braak liggen te berekenen. De ideeën zijn zinvol in het kader van de inventarisatie van mogelijke manieren om de impact van het braak liggen te kwantificeren. De ideeën lijken te zijn gebaseerd op kennis van de sector, maar de reactie bevat geen onderbouwing met bronnen of aanvullende cijfermateriaal. In lijn met de redenering in de reactie zou het effect van braak liggen ingeschat kunnen worden door uit te gaan van een half jaar vertraging van het ingroeipad. Dit zou tot een verlaging van de inkomsten over de gehele looptijd in de orde van € 10 miljoen leiden.⁵²

Een andere partij onderkent weliswaar de negatieve impact van het braak liggen op het kavel, maar benadrukt dat het kavel in 2011 ook al braak lag. Het gaat volgens de partij om de impact van de twee jaar die het kavel *extra* braak ligt in 2013 ten opzichte van 2011. Vervolgens stelt de partij dat de negatieve impact van braak liggen na 4 jaar (per 2013) niet groter is dan na 2 jaar (per 2011) en dus dat er geen correctie nodig is.

⁵² Dit volgt uit het feit dat de inkomsten geprojecteerd voor het vierde en laatste volledige vergunningsjaar ongeveer € 18,8 mln. bedragen. Het opschuiven van het ingroeipad met een half jaar impliceert een inkomstenderving die ongeveer gelijk is aan de helft van de geprojecteerd inkomsten voor dit laatste jaar. De berekende inkomstenderving komt overeen met ongeveer een zesde minder inkomsten over de gehele looptijd (na correctie voor looptijd, advertentiemarkontwikkeling en inflatie).

Reactie SEO: zoals eerder toegelicht, gelden de waardes uit het SEO-model voor specifieke omstandigheden. Het gaat daarbij niet zozeer om wijzigingen ten opzichte van de omstandigheden zoals die golden in 2011 voor het specifieke kavel A7, zoals hier lijkt te worden gesteld door de partij, maar om afwijkingen van de huidige omstandigheden van de vergunning voor kavel A7 ten opzichte van de omstandigheden die golden in de dataset met cijfers van radiostations in de periode 2004-2008, die gebruikt is voor het SEO-model. Relevant is steeds de vraag in welke mate de omstandigheden die golden voor het SEO-model – in concreto: de omstandigheden die golden in de dataset die ten grondslag ligt aan het model – ook gelden ten tijde van de veiling. In de consultatie wordt dit ook expliciet aangegeven als wordt gesproken over het nadeel van braak liggen: “[d]it kan een nadeel zijn voor een toekomstige toetreders ten opzichte van de toetreders in de dataset gebruikt voor de waardebeoordeling” (Kerste, Poort, 2013, p.13). De reden voor het nadeel ligt in de afwijkende omstandigheden. De toetreders in de dataset traden immers over het algemeen toe op een reeds bespeeld kavel, en in de gevallen waarin dat niet zo was, dan in ieder geval in een tijdgericht waarin veel media-aandacht bestond voor de herordening van de radiomarkt en zowel de luisteraars als de adverteerders in beweging waren. Derhalve weerspiegelt de uitkomst van de waardebeoordeling ook die situatie. Voor kavel A7 gelden afwijkende omstandigheden ten tijde van de veiling: het kavel ligt meer dan vier jaar braak en er wordt togetreden te midden van een markt in evenwicht in tegenstelling tot een markt in beweging. De waarde die volgt uit het SEO-model weerspiegelt deze (nadelige) omstandigheden niet en er moet dus worden gecorrigeerd voor dit nadeel.

Genoemde zienswijze onderkent dat het braak liggen van de vergunning een effect heeft op de waarde, maar neemt abusievelijk aan dat bij de waardebeoordeling in 2011 uit is gegaan van de omstandigheden in 2011, en daarbij van omstandigheden die specifiek gelden voor kavel A7. Zoals hierboven toegelicht, is dat niet het geval en dient voor het bepalen van de actuele waarde van de vergunning gecorrigeerd te worden voor het feit dat het kavel ruim 4 jaar braak heeft gelegen.

Dezelfde partij stelt dat het door SEO ingebrachte specifieke punt van de ‘preset’ als nadeel van het braak liggen minder relevant is dan in het verleden door de scanfunctie van radio’s en RDS. Bij de partij zijn geen cijfers bekend over het luistergedrag van luisteraars ten aanzien van “preset-zenders”, wat kwantificering volgens de partij haast onmogelijk zou maken.

Reactie SEO: de scanfunctionaliteit houdt in dat een radio automatisch scant naar beschikbare (in gebruik zijnde) frequenties, er hoeft dus niet handmatig gezocht te worden. De partij spreekt van een ‘lijst’ waaruit luisteraars zouden kunnen kiezen, maar dit gaat alleen op indien de display van de radio groot genoeg is om een lijst weer te geven. Wanneer dit niet het geval is, heeft de luisteraar wel de mogelijkheid met een druk op de knop automatisch het volgende beschikbare station op te zoeken.

RDS is een communicatieprotocol waardoor kleine hoeveelheden digitale informatie kunnen worden meegezonden met het radiosignaal. Dit kan bijvoorbeeld de naam (en eventueel slogan) van het radiostation zijn, het huidige nummer, of een andere korte tekst. Door RDS is de luisteraar (sneller) op de hoogte van het radiostation waarnaar hij luistert.

Zowel de scanfunctionaliteit als RDS zorgen er voor, zoals de partij in zijn reactie aangeeft, dat luisteraars enkel de naam van een nieuw radiostation hoeven te weten, en niet perse de frequentie. Overigens blijkt uit de reclame-uitingen van veel radiostations dat zij nog wel degelijk waarde hechten aan bekendheid met de frequentie waarop ze te beluisteren zijn.⁵³

⁵³ Radiozenders zoals radio 538, Qmusic en Sky Radio, maar ook een niet-landelijke zender zoals AmsterdamFM geven hun frequentie vaak een nadrukkelijke plek in reclame-uitingen. Zie bijvoorbeeld <http://www.dutchrosemmedia.com/wp-content/uploads/2012/09/Q-music.png>,

Daarnaast zal de luisteraar volgens de partij bij radio's met een groot scherm meteen kunnen kiezen voor een nieuw station in de lijst. Dit vergemakkelijkt inderdaad de stap naar het beluisteren van een nieuw station en vermindert de rol van de preset.

Lang niet alle radio's beschikken echter over scan- dan wel RDS-functionaliteit. Verder speelt mee dat indien een radio geen groot scherm heeft waarop alle gescande stations worden weergegeven, de gebruiker nog steeds handmatig zal moeten zoeken in plaats van simpelweg te kiezen voor een preset. Daarbij passeert de luisteraar ook allerlei andere stations, hij kan dan dus niet direct kiezen voor het nieuwe station X. Bij een preset is dat wel het geval.

Al met al lijkt de betekenis van de preset voor het nadeel van braak liggen voor een toetreders iets minder relevant dan in het verleden, maar zeker niet irrelevant. Het is zeer onaannemelijk dat het merendeel van de luisteraars toegang heeft tot een radio waar meteen alle stations in een lijst worden weergegeven, waardoor het ontbreken in de preset nog steeds een beletsel kan zijn voor een toetreders op een braak liggend kavel, maar exacte cijfers ontbreken. Het belang van frequenties blijkt tevens uit het feit dat radiostations deze nog steeds geregeld opnemen in reclame-uitingen.

Voor de volledigheid zij vermeld dat, zelfs als het ontbreken in de preset geen rol meer zou spelen, een toetreders op een onbespeeld kavel in een situatie van marktevenwicht nog steeds hinder ondervindt ten opzichte van een situatie waarin de markt 'in beweging' is.

Eén partij wijst op de passage in het consultatierapport dat de gecreëerde biedruimte van 20% voldoende groot werd geacht om het effect van het braak liggen te verdisconteren. Omdat de koppeling tussen braak liggen en de biedruimte volgens deze partij nooit eerder expliciet is gemaakt, zou er volgens de partij sprake zijn van vooringenomenheid bij SEO/IViR om het waardeverschil te verklaren.⁵⁴

Reactie SEO: de partij heeft helaas een andere interpretatie aan de tekst gegeven dan door de auteurs bedoeld. In de consultatie in 2010 werd reeds gewag gemaakt van het element braak liggen. Het is dus een bekend element dat in het addendum niet is weersproken. De waarde voor de verlenging van kavel A7 is in 2011 echter bepaald op basis van dezelfde uitgangspunten, en op basis van hetzelfde model, als de overige kavels. Dit volgde ook uit de onderzoeksvraagstelling om de waarde te bepalen voor verlenging, en dus voor een bespeeld kavel (zie Poort et al., 2010, p.i).

De specifieke afwijkende situatie dat het bij A7 feitelijk zou gaan om een verlening na braak liggen in plaats van een verlenging, is dus niet in de berekening in Poort et al. (2011) betrokken. Dit punt kon separaat worden geadresseerd bij de uitgifte, aangezien bij het vaststellen van het financieel instrument door de minister biedruimte is gecreëerd (Staatscourant, 2011). Deze biedruimte gaf partijen de mogelijkheid tot 20% (neerwaarts) af te wijken van de waardering door SEO en wordt in de regeling expliciet in verband gebracht met de eventuele gevolgen van het braak liggen. Braak liggen zou voor partijen een reden kunnen zijn geweest om gebruik te maken van deze biedruimte door een bedrag lager dan de door SEO berekende waarde te bieden.

De door de partij aangehaalde tekst betekent dus (1) dat braak liggen eerder als element is ingebracht (2) dat in de regeling de gecreëerde biedruimte in verband is gebracht met het braak liggen en (3) dat het aannemelijk is dat

<http://www.eslevents.nl/attracties/rodeo/ruud-de-wild-rodeostier-radio-538-esl-eindhoven.jpg>,
<http://www.skyradio.nl/> en <http://www.amsterdamfm.nl/>.

⁵⁴ Om de hieronder toegelichte verwarring te voorkomen, is deze tekst niet opgenomen in dit rapport.

dit effect aan belang heeft gewonnen door het verstrijken van de tijd en dus dat die biedruimte mogelijk nu niet meer voldoende is.

Eén partij geeft aan dat de koper van kavel A7 in de veiling meer tijd nodig heeft gehad om ‘on air’ te komen. De partij vermoedt dat dit een technische achtergrond heeft. De partij brengt dit in bij zijn reactie op het braak liggen en lijkt hiermee aan te willen geven dat de koper van A7 een moeilijkere start heeft gehad.

Reactie SEO: In het bekendmakingsbesluit was dit punt al voor de veiling aangestipt en toen is het volgende aangegeven: “Uit navraag bij Novec B.V. en de zenderoperators Broadcast Partners en KPN blijkt dat er geen onoverkomelijke problemen zijn die een uitrol van kavel A7 in de weg staan.” Van die informatie konden bidders redelijkerwijs uitgaan.

Samenvatting bevindingen braak liggen op basis van de consultatie

Alle partijen beamen de negatieve impact van het braak liggen op de waarde. Het argument dat één partij inbrengt tegen het meenemen ervan ten behoeve van de actuele waarde als gewijzigde of afwijkende omstandigheid, is (zoals hierboven toegelicht) gebaseerd op een onterechte aanname. De door één partij ingebrachte nuance met betrekking tot het afgenomen belang van de preset bevat een kern van waarheid maar doet weinig af aan het negatieve effect van het braak liggen.

Slechts één partij gaat in op de wijze om het effect van het braak liggen op de waarde te kwantificeren, en onderschrijft de beide voorgestelde routes, te weten verlaagde inkomsten en verhoogde marketinguitgaven. Volgens de partij zou een periode van minimaal 6 maanden zonder inkomsten en een neerwaartse correctie met tientallen procenten daarna kunnen worden voorgesteld, waarbij marketinguitgaven in het eerste jaar van meer dan € 3 mln. niet onredelijk worden geacht. Deze cijfers worden echter niet nader onderbouwd.

Vervolgstep: twee interviews

Het effect van het braak liggen op de waarde van de vergunning voor kavel A7 wordt in de consultatie breed onderkend en is potentieel groot. Deze afwijkende omstandigheid is niet direct binnen het SEO-waarderingsmodel te kwantificeren, maar kan wel worden ingeschat met behulp van het model. Hiertoe moeten aanvullende aannames worden gedaan over de manier waarop braak liggen de kasstromen beïnvloedt. De zienswijzen in de consultatie geven weinig concrete aanknopingspunten dit effect te kwantificeren of om de benodigde aannames te staven. Daarom is een tweetal interviews met deskundigen afgenomen, met als doel verdere ideeën te ontwikkelen over de gevolgen van het braak liggen van de vergunning en om aannames over de kwantificering via het SEO-model te toetsen. Doelstelling was daarbij te spreken met onafhankelijke deskundigen op het gebied van marketing en de radioadvertentiemarkt, die in het verleden geen betrokkenheid hadden gehad, al dan niet indirect via hun werkgever, bij de totstandkoming van of rechtszaken tegen de verlengingsprijzen. Met het oog op de onafhankelijkheid en brede kennisvergaring is gezocht naar een wetenschapper en iemand uit de praktijk. Gesproken is op 10 oktober 2013 met John Koster, hoogleraar marketing aan

Nyenrode University en op 17 oktober met Quinten Heller, Manager Marketing & Research bij Carat.⁵⁵ Aan beiden is de vraag voorgelegd in welke mate zij drie mogelijk waardeverlagende aspecten van het braak liggen (in vergelijking met toetreden op een bespeeld kavel) onderkennen, te weten:

- De stelling dat het nadelig is voor de vergunninghouder dat *luisteraars* meer moeite moeten doen het station te vinden omdat het verdwenen is uit de presets;
- De stelling dat het nadelig is dat de markt in evenwicht is en er bij toetreding op een braak liggend kavel geen *luisteraars* in beweging worden gebracht;
- De stelling dat er *reclamebudget* in beweging komt wanneer een speler verdwijnt, waarvan een nieuwkomer met een vergelijkbaar (ongeclassuleerd) format een significant deel kan opstrijken.

Vervolgens is de in de hierna volgende paragraaf beschreven methodiek getoetst om de verhoogde marketingkosten en de verlaagde inkomsten als gevolg van het braak liggen te kwantificeren met behulp van het SEO-model.

Beide experts onderkennen het effect van het braak liggen op de marketingkosten en het inkomstenpotentieel, en onderkennen dat de drie genoemde aspecten mogelijk waardeverlagend kunnen werken. Wel plaatsen ze enige kanttekeningen. In het kader van de tweede stelling wordt er op gewezen dat er voor de effectiviteit van een reclameboodschap ook voordelen zitten aan toetreding op het moment dat er verder niets in de markt verandert. In het kader van de derde stelling wordt erop gewezen dat reclamebudget voor een beperkt deel ook weglekt naar andere media en in hoge mate bij gevestigde stations terecht zal komen. Anderzijds wordt gewezen op de negatieve wisselwerking tussen toetreden en braak liggen, waardoor een toetreders in een situatie waarin verder geen grote veranderingen zijn het extra moeilijk heeft en een toetreders op een braakliggend kavel extra laag in zal moeten zetten met zijn tarieven.

Beide experts kunnen zich vinden in een verhoging van de marketingkosten als gevolg van het braak liggen. Hierbij zijn tevens de kwantitatieve resultaten van de in volgende paragraaf besproken methode om braak liggen te kwantificeren voorgelegd. In reactie op de in de volgende paragraaf becijferde € 400 tot 700 duizend extra marketingkosten geeft de ene expert aan dat € 700 duizend eerder een ondergrens dan een bovengrens is en noemt een totaalbedrag van € 3 miljoen om een nieuw station op een onbespeeld kavel onder de aandacht te brengen conservatief. De andere expert noemt extra marketingkosten binnen deze bandbreedte stevig maar realistisch. Onderliggend hier is een iets andere inschatting van het voor-/nadeel van markt in beweging: de ene expert benadrukt dat je in een markt in beweging gemakkelijker luisteraars vangt, de andere dat een boodschap omtrent een nieuw station op een nieuwe frequentie beter beklijft als er verder op dat vlak niets gecommuniceerd wordt.

Beide experts kunnen zich vinden in een verlaging van de omzet als gevolg van het braak liggen. In dit kader, geven beide experts aan een totale derving van € 10 miljoen over de gehele looptijd van vier jaar, zoals volgt uit de neerwaartse bijstelling gesuggereerd in de consultatiereactie, niet onrealistisch te vinden. Bij de hieronder gepresenteerde specifieke wijze van kwantificering, die

⁵⁵ John Koster is onder andere gespecialiseerd in de implementatie van marketingprogramma's en de raakvlakken van marketing met andere business functions. Quinten Heller werkt bij Carat Nederland, een onafhankelijk mediabureau dat onder andere mediaonderzoek verricht en het Mediafeitenboekje uitgeeft.

leidt tot een bandbreedte van € 2 tot 3 miljoen, plaatsen beiden wel kanttekeningen. Eén van de experts benadrukte daarbij dat het gaat om een samenspel van factoren: het vrijkomende budget ingeval een nieuwkomer toetreedt op een bespeeld kavel, het probleem de markt in beweging te brengen, de preset, en de noodzaak voor een nieuwkomer deze impasse te doorbreken met forse kortingen in het eerste jaar. Een berekening van de inkomstenderving wordt door beiden echter problematisch geacht.

Samengevat, onderkennen beide experts dat

- braak liggen een neerwaarts effect op de waarde van een kavel heeft,
- dit berekend kan worden via een verhoging van de marketingkosten en een verlaging van de omzet,
- voor omzetederving een bedrag van € 10 miljoen over de gehele looptijd van vier jaar niet onrealistisch is,
- maar dat exacte onderbouwing van kwantificering hiervan lastig (zo niet onmogelijk) is.

Over de te gebruiken verhoging van de marketingkosten komt geen consensus voort uit de twee interviews.

6.2 Werkwijze kwantificeren braak liggen

Alle zienswijzen en beide geïnterviewde experts beamen het negatieve effect van het langdurig braak liggen van kavel A7 op de waarde. Voor luisteraars is het nieuwe station uit alle presets verdwenen en aanvankelijk moeilijk vindbaar. Zij hebben hun luistergedrag in de ether al ruim vier jaar aangepast aan de situatie waarin A7 onbespeeld was en moeten het nieuwe station actiever opzoeken dan wanneer het nieuwe station de frequentie inneemt van een bestaand station. Er moet dus meer worden geïnvesteerd in het leren kennen van het station en in het activeren van de luisteraar om het station op te zoeken. Daar komt bij dat het actief opzoeken van een nieuw station nu moet gebeuren in een tijd dat er verder geen beweging is op de radiomarkt, in tegenstelling tot bijvoorbeeld zero base toen er vele veranderingen plaatsvonden en luisteraars gedwongen werden op zoek te gaan naar nieuwe stations en frequenties.

Adverteerders hebben voor hun radiocampagnes veelal contracten afgesloten met de overige landelijke en niet-landelijke stations en zullen niet op stel en sprong bereid zijn contracten te sluiten met de nieuwe bespeler van A7. Dit geldt in beginsel voor elke nieuwkomer, maar wordt versterkt doordat luisteraars het station moeilijker zullen vinden en de markt als geheel niet in beweging is.⁵⁶

In het consultatiedocument zijn twee routes voorgesteld om deze effecten van het langdurig braak liggen te kwantificeren. Om te beginnen kan gekeken worden naar een langere aanloopperiode zonder inkomsten of met minder inkomsten in verband met de reeds lopende

⁵⁶ Het feit dat de verwerver van de vergunning voor kavel A7 gebruik kan maken van het merk en de programmering van Radio 10 Gold stelt hem naar verwachting in staat sneller bekendheid en adverteerders te werven dan een nieuwkomer zonder geschiedenis op de Nederlandse radiomarkt. Dit is echter een specifieke omstandigheid die niet in een objectieve vaststelling van de actuele waarde van de vergunning dient te worden betrokken. Bovendien staan tegenover dit verwachte voordeel voor de verwerver ook de kosten voor het verwerven van het merk.

contracten van adverteerders, en de noodzaak voor de nieuwkomer op een braakliggend kavel extra kortingen aan adverteerders te bieden en het geringere marktaandeel doordat de luisteraars hun luistergedrag reeds lange tijd hebben aangepast. Tevens kan gekeken worden naar een verhoging van de marketinguitgaven ten opzichte van de situatie dat het kavel niet braak zou hebben gelegen, om het nieuwe etherstation en de bijbehorende frequenties onder de aandacht te brengen bij het publiek.

Eén zienswijze gaat expliciet in op deze suggesties en bevestigt beide effecten, hoewel zonder hier nadere onderbouwing voor te geven. Dit is mede aanleiding geweest om interviews te houden met deskundigen op het gebied van marketing en de radioadvertentiemarkt. In de twee interviews die zijn gehouden, werden beide effecten – los van de kwantificering hiervan – beaamd. Onderstaand wordt onderzocht welke bandbreedtes aannemelijk zijn voor enerzijds de extra marketinguitgaven en anderzijds de vertraging of afslag op de inkomsten in de beginperiode.

6.2.1 Marketinguitgaven

Om een beeld te krijgen van de extra marketinguitgaven kan om te beginnen gekeken worden naar de marketinguitgaven van de radiostations in de dataset die ten grondslag heeft gelegen aan de waardebepaling:

- De uitgaven aan marketing en reclame zijn in de schattingsmodellen onderdeel van de ‘overige non-distributie exploitatiekosten’ en bedragen voor de landelijke stations gemiddeld iets minder dan 50% van deze uitgaven. In de onderliggende dataset zijn deze uitgaven echter als separate post beschikbaar. Deze gegevens zijn betrouwbaar en kunnen alleen geaggregeerd worden gerapporteerd.
- Voor 5 landelijke stations zijn gegevens beschikbaar over de marketinguitgaven in de eerste opstartjaren.⁵⁷ In de eerste twee jaar na de startdatum wordt relatief veel aan marketing uitgegeven. In het eerste vergunningsjaar zijn de marketinguitgaven gemiddeld ruim een derde hoger dan gemiddeld over de eerste vijf jaar.
- Gemiddelde bedroegen de marketinguitgaven per jaar van de ongeclausuleerde kavels ruim € 3,3 miljoen. Er is vrij veel spreiding rondom deze waarde, zowel tussen jaren als tussen stations.

Het SEO-rekenmodel geeft inzicht in de ‘overige non-distributie kosten’ die op basis van de gegevens in de dataset worden geprojecteerd voor een nieuwkomer op kavel A7. Voor kavel A7 is dat, na correctie voor looptijd en de advertentiemarktontwikkeling en inflatie, in het eerste vergunningsjaar € 4,55 miljoen. Uitgaande van 50% voor marketing en reclame, op basis van de cijfers van de radiostations, komen deze geprognosticeerde kosten op € 2,27 miljoen. De minimaal vereiste uitgave van € 3 miljoen die werd genoemd in de zienswijze en die als conservatief werd bestempeld in één van de interviews, zou dus wijzen op een extra uitgave van minimaal € 700 duizend.

Een andere invalshoek ontstaat door meer *bottom-up* te kijken naar de meerkosten van een landelijke campagne om het nieuwe station en de bijbehorende frequenties onder de aandacht te

⁵⁷ De overige stations zijn opgestart vóór de dataperiode of voor hen ontbreken de gegevens over de marketingkosten in de startjaren.

brengen. Om een inschatting te maken van de kosten van een ‘landelijke reclamecampagne’ zijn gegevens nodig over het vereiste bereik, bij voorkeur op basis van daadwerkelijk uitgevoerde en geëvalueerde campagnes. De enige reclamecampagnes die uitgebreid en openbaar geëvalueerd worden zijn de (vroegere Postbus 51) campagnes van de Rijksoverheid. In de jaarevaluatie campagnes zendtijd Rijksoverheid (2013) worden onder meer het gerealiseerde bereik en de duur van de campagne genoemd.

Op basis van de campagneverslagen wordt het aantal Gross Rating Points (GRP) per campagne (binnen een zekere bandbreedte) geschat. Een GRP staat voor één reclamecontact met één procent van de doelgroep. Wanneer bijvoorbeeld 40% van de doelgroep 5 maal bereikt wordt is het aantal GRP's 200. Het aantal GRP's kan vervolgens worden gekoppeld aan de kosten per pakket GRP's zoals gerapporteerd in het *Carat Mediafeiteboekje 2013*. Daarin staan de bruto tarieven van campagnes per medium en afhankelijk van de zwaarte. De publicatie geeft ook de gemiddelde korting per mediumtype in 2012.

Deze bronnen geven geen specifieke aanknopingspunten voor de extra kosten voor een campagne voor een onbespeelde frequentie. Het verschil tussen een ‘gewone’ campagne (op basis van de overheids campagnes) en een ‘extra zware’ campagne kan daarom dienen als indicatie van de extra kosten voor een onbespeelde frequentie. Tabel 10 hieronder geeft een rekenvoorbeeld voor de kosten van een gewone landelijke campagne, de campagne in Tabel 11 is zwaarder en gebaseerd op grotere Rijkscampagnes.⁵⁸ De korting is op basis van de informatie uit het *Mediafeitenboekje 2013*. Het verschil tussen beide scenario's, in dit geval €384.600, is dan een *bottom-up* indicatie van de meerkosten voor de marketing van een onbespeelde frequentie.

Tabel 10 Kosten normale landelijke reclamecampagne

	Aantal GRP's overheids- campagne	Komt overeen met:	Bruto kosten	Gemiddelde korting	Netto kosten
Televisie	500-700	4x Extreem Zwaar	€ 1.560.000	70%	€ 468.000
Radio	700-1000	3x Zwaar	€ 450.000	30%	€ 315.000
Abri	700-1600	1x Gemiddeld	€ 621.500	35%	€ 403.975
Online	20-80 miljoen impressies	60 miljoen impressies	€ 150.000	40%	€ 90.000
Totaal campagne			€ 2.781.500		€ 1.276.975

Bron: Zie Tabel 11.

⁵⁸ Rijkscampagnes hebben niet noodzakelijk dezelfde ‘opbouw’ als een campagne voor een radiocampagne. Zo is de 5 mei campagne relatief korter en intensiever. Campagnes als ‘Van A naar Beter’ en ‘BOB’ zijn wel doorlopend, verspreid over een aantal periodes in het jaar. Een radiocampagne is waarschijnlijk zeer intensief in het begin (zoals de 5 mei campagne) en vervolgens onderhoudend (zoals de ‘BOB’ campagne). Hier is aangenomen dat het totale aantal GRP's de kosten, en het bereik van een campagne, drijft. Dit staat los van de spreiding in de tijd.

Tabel 11 Zware landelijke campagne op basis van grotere Rijkscampagnes

	Aantal GRP's overheids- campagne	Komt overeen met:	Bruto kosten	Gemiddelde korting	Netto kosten
Televisie	700-900	5x Extreem Zwaar	€ 1.950.000	70%	€ 585.000
Radio	1000-1200	4x Zwaar	€ 600.000	30%	€ 420.000
Abri	1000-2000	1x Zwaar	€ 825.500	35%	€ 536.575
Online	40-100 miljoen impressies	80 miljoen impressies	€ 200.000	40%	€ 120.000
Totaal campagne			€ 3.575.500		€ 1.661.575

Bron: GRP's op basis van campagneverslagen Rijksoverheid, pp 45-79, vertaald naar de pakketten uit Mediafeitenboekje; korting op basis van Mediafeitenboekje 2013; internettarieven per duizend impressies (13+) op basis van <http://www.webads.nl/tarieven/>

Op basis van bovenstaande volgt een ondergrens van ongeveer €400.000 (op basis van het verschil tussen een 'gewone' campagne en een 'extra zware' campagne) en een bovengrens van ongeveer €700.000 (op basis van werkelijke en voorspelde marketingkosten, en de inbreng uit de consultatie) voor de extra marketinguitgaven als gevolg van braak liggen. Deze cijfers zijn in de twee eerdergenoemde interviews voorgelegd aan marktexperts, waarbij één expert aangaf dat €700.000 een minimaal bedrag is en de andere expert €400.000-700.000 een realistische bandbreedte noemde. Hier wordt verder aangenomen dat de bandbreedte bruikbaar is voor de kwantificering van het effect van braak liggen.

6.2.2 Verminderde inkomsten

Volgens de genoemde zienswijze zou aan de inkomstenkant uitgegaan moeten worden van een periode van minimaal zes maanden zonder inkomsten, aangevuld met een neerwaartse omzetcorrectie van tientallen procenten na deze zes maanden. Zoals hiervoor reeds werd becijferd, zou het opschuiven van het ingroepad met 6 maanden tot een verlaging van de inkomsten over de gehele looptijd in de orde van € 10 mln. leiden.

Een andere invalshoek gaat uit van het deel van de advertentiemarkt (en luisteraars) dat in beweging komt op het moment dat een toetreders in de plaats zou komen van een bestaande vergunninghouder. Als proxy hiervoor wordt gekeken naar de voorspelde inkomsten voor een station dat een volle vergunningsperiode op A7 heeft uitgezonden. Voor A7 waren de oorspronkelijk voorspelde inkomsten in het zesde vergunningsjaar (2016-2017) geschat op € 29,6 mln. (uitgaande van verlenging in 2011). Van de oorspronkelijk voorspelde totale NAO van € 301 mln. in 2017 is dat 9,84%. Vertaald naar de voorspelde NAO van € 210,6 mln. in 2013, zou de netto advertentieomzet op A7 in bespeelde situatie in 2013 naar verwachting dan ongeveer $9,84\% \times € 210,6 = € 20,7$ mln. bedragen. Dat is dus het geschatte advertentiebudget dat in beweging zou komen wanneer in 2013 de vergunning zou eindigen van een vergunninghouder die zes jaar op A7 actief zou zijn geweest.

Uiteraard kan de nieuwe vergunninghouder van A7 geen aanspraak maken op dat gehele bedrag: ook de andere landelijke en niet-landelijke stations zullen een deel van de luisteraars en van dit budget weten binnen te halen, evenals de publieke omroep. Ook is het mogelijk dat een deel van

het budget wordt verschoven naar andere media, wat ook werd onderkend in de interviews. Als ondergrens voor het deel van dit budget dat de nieuwe vergunninghouder op A7 zou kunnen binnenhalen, kan opnieuw worden uitgegaan van het op basis van het oorspronkelijke model voorspelde marktaandeel van A7 in 2017 van 9,84%. Het deel van de vrijvallende advertentie-inkomsten van de vorige bespeler dat de nieuwe vergunninghouder dan naar zich toe zou kunnen halen, komt dan uit op $9,84\% \times \text{€ } 20,7 \text{ mln.} = \text{€ } 2,0 \text{ mln.}$

Deze schatting is conservatief, als bedacht wordt dat het format van de nieuwe bespeler op een ongeclausuleerd kavel naar verwachting grofweg dezelfde doelgroepen aan zal spreken als dat van de vorige bespeler. Het duidelijkst wordt dit argument voor een kavel met een clausulering, bijvoorbeeld voor klassiek/jazz, nieuws of Nederlandstalige muziek: een dergelijk kavel zal een veel groter deel van de in beweging gebrachte markt (en daarmee van de adverteerders) aan zich kunnen binden dan het marktaandeel van dit kavel in de gehele markt, dat relatief laag is. Een globale bovengrens voor het aandeel kan worden gegeven door te kijken naar de landelijke stations die zich op dezelfde doelgroepen richten. Enigszins ruim genomen gaat dat om Radio 538, Q-Music, Sky Radio, Radio Veronica, Radio 3FM en Radio 2. Daarmee komt het aantal directe concurrenten inclusief de bespeler van A7 op zeven, en is een bovengrens voor de extra advertentie-inkomsten die de vergunninghouder van A7 in een bespeelde situatie binnen kan halen $\text{€ } 20,7 / 7 = \text{€ } 3,0 \text{ mln.}$

Anders gezegd: van de inkomsten van ongeveer € 9 mln. die in het model voor het eerste jaar worden geprojecteerd voor een nieuwkomer op een bespeeld kavel, dankt hij volgens deze berekeningen € 2 à 3 miljoen aan het vrijvallende advertentiebudget van de voorgaande bespeler. Daarbij geldt bovendien dat de markt mogelijk langer dan een jaar nodig heeft om in evenwicht te komen zodat ook in het tweede vergunningsjaar een afslag op zijn plaats zou zijn.

De hierboven genoemde cijfers zijn in de twee eerdergenoemde interviews voorgelegd aan marktexperts, waarbij beide aangaven een bedrag van € 10 mln. aan omzetverlies niet onrealistisch te vinden. Hierbij plaatsten ze wel kanttekeningen bij de exacte kwantificering van het effect: er zijn in de ogen van de deskundigen te veel variabelen en onzekerheden in het spel om één en ander exact te kwantificeren.

6.2.3 Conclusie

Het effect van braak liggen kan niet met grote nauwkeurigheid worden vastgesteld, en is noodzakelijk met meer onzekerheid omkleed dan de gewijzigde en afwijkende omstandigheden berekend in het voorgaande hoofdstuk. Desalniettemin wordt het neerwaartse effect breed onderkend, en zullen bidders in de veiling bij het bepalen van hun bod uit zijn gegaan van een neerwaarts effect van het braak liggen. Ook zij zullen dus, gegeven de onzekerheden en op basis van aannames en mogelijk het raadplegen van externe adviseurs, inschattingen hebben gemaakt van het effect.

De twee benaderingen hierboven om de extra marketingkosten als gevolg van het langdurig braak liggen van A7 te bepalen, leiden tot een bandbreedte van € 400 tot € 700 duizend. Schattingen van de extra advertentie-inkomsten die de nieuwe vergunninghouder van A7 bij overname van een *bespeelde vergunning* naar zich toe zou kunnen halen, geven een indicatie voor het verlies aan omzet op een braakliggend kavel. Dit resulteerde in bandbreedte van € 2 tot € 3 mln., op basis

van de conservatieve aanname dat de gevolgen van het braak liggen na het eerste jaar volledig verdwenen zouden zijn.

Hierbij moet worden aangetekend dat beide geïnterviewde experts het problematisch achten het effect van het braak liggen met nauwkeurigheid te kwantificeren.⁵⁹ Tegelijk achten ze een omzetverlies van € 10 miljoen over de gehele looptijd niet onrealistisch. Dit laatste bedrag is ook in lijn met de enige zienswijze die kwantitatief op het braak liggen inging.

Bovenstaande kwantificering leidt dus tot bandbreedtes die, volgens de experts en één van de consultatiereacties, onderschattingen betreffen. Het ligt daarom in de rede in het basisscenario uit te gaan van de bovenkant van de berekende bandbreedtes voor het effect van braak liggen: een inkomstenderving ter grootte van € 3,0 mln. in het eerste jaar en extra marketinginspanning van € 700 duizend in het eerste jaar.

Het lijkt geen twijfel dat het effect dat volgt in het basisscenario volgens de experts nog steeds een onderschatting is, daarom wordt in het vervolg gesproken van een ‘minimumscenario’. Daarmee is het ook aannemelijk dat bieders in de veiling bij het bepalen van hun bod uit zijn gegaan van een neerwaarts effect van het braak liggen van minimaal deze omvang of meer. Gegeven het gebrek aan gekwantificeerde onderbouwing is de vermelde € 10 miljoen omzetverlies echter niet bruikbaar als bovengrens. Om toch inzicht te verschaffen in het aannemelijke scenario dat uit moet worden gegaan van een groter effect van braak liggen, zullen tevens gevoeligheidsscenario's worden doorgerekend waarin de effecten worden onderzocht van een grotere afslag op de inkomsten in het eerste jaar (€ 4 resp. 5 mln.) en van de situatie waarin in het tweede jaar de inkomstenderving nog voor de helft is (dus € 1,5 mln.).⁶⁰

6.3 Door partijen ingebrachte elementen

Als reactie op het consultatierapport is één additioneel element ingebracht dat mogelijk gezien kan worden als afwijkende omstandigheid buiten het model.

Crisis en krimpende markt (impact op de waarde)

Eén partij wijst op de economische crisis, die het opbouwen van marktaandeel voor een nieuwkomer zou bemoeilijken. Een andere zienswijze werkt dit punt verder uit, door erop te wijzen dat de data die ten grondslag liggen aan het SEO-model betrekking hebben op een periode waarin de radioadvertentiemarkt groeide met gemiddeld 2,47% per jaar, terwijl de trend sindsdien overwegend neerwaarts zou zijn. In een krimpende markt zou het aanzienlijk lastiger zijn marktaandeel op te bouwen.

⁵⁹ Bij het bepalen van de actuele waarde is het desalniettemin noodzakelijk om tot een inschatting van deze afwijkende omstandigheid te komen, ook omdat deelnemers in de veiling rekening met het effect van braak liggen zullen hebben gehouden. Overeenkomstig de jurisprudentie van het College van Beroep voor het bedrijfsleven (uitspraak van 4 april 2007, nr. 9.7.2) zijn inschattingen zo veel als mogelijk op controleerbare feiten gebaseerd en uitgevoerd met behulp van transparante berekeningen.

⁶⁰ Ter illustratie zij vermeldt dat wanneer bij de waardebepaling van de vergunningen in 2011 braak liggen zou zijn meegenomen in de waarde van kavel A7 op de manier zoals beschreven in dit hoofdstuk, dit bij een inkomstenderving van € 3 miljoen in combinatie met €700 duizend hogere marketingkosten, tot een waarde van € 19.600 (in plaats van € 21.726) zou hebben geleid.

Reactie SEO: Los van de vraag of het daadwerkelijk zo zou zijn dat het voor een nieuwe speler in een krimpende markt substantieel moeilijker is marktaandeel te verwerven, geldt dat in 2011, uitgaande van toenmalig bekende data en voorspellingen, inderdaad uit werd gegaan van een markt die zou groeien, al was het minder dan in het verleden. De afgelopen jaren is er echter stevige krimp geweest, dus de omstandigheden waren tussen 2008 en 2013 inderdaad afwijkend. Dit is echter irrelevant voor de waardering van kavel A7 aangezien de vergunningsperiode loopt van juli 2013 tot en met september 2017. In deze periode wordt alleen in de eerste maanden krimp voorzien (zie Tabel 8) en is in zijn geheel genomen de geprognosticeerde jaarlijkse groei 1,70%. Er is dan ook onvoldoende aangetoond dat dit punt, als het al valide mocht zijn, mee moet worden genomen als een waardeverlagend effect.

7 Overige factoren die de veilingprijs kunnen beïnvloeden

In de voorgaande hoofdstukken is gekeken naar gewijzigde en afwijkende omstandigheden die de waarde van kavel A7 beïnvloeden ten opzichte van de waardering in Poort et al. (2011) om te komen tot een actuele waarde van kavel A7. De waarde die hieruit volgt is echter nog niet per definitie vergelijkbaar met de veilinguitkomst. De waarde van een frequentievergunning wordt immers mede bepaald door het moment in de tijd, de dan geldende marktkenmerken en -omgeving, en de dan geldende productspecificaties. De centrale vraag is dan ook in hoeverre de veilingprijs tot stand is gekomen in een situatie die past bij de uitgangspunten van de waardebeoordeling, zodat ook op dat punt sprake is van een vergelijkbare situatie. Voor zover er omstandigheden zijn op het moment van de veiling die afwijken van de uitgangspunten in het waarderingmodel, moeten deze worden gecorrigeerd op de veilinguitkomst om de prijzen van gelijke 'producten' met elkaar te vergelijken.

In het consultatierapport is een niet-uitputtend aantal voorbeelden opgenomen van factoren die de veilinguitkomst zodanig kunnen beïnvloeden dat zij afwijkt van de berekende waarde. Vervolgens is marktpartijen gevraagd informatie aan te leveren om deze factoren te kwantificeren alsmede om eventueel aanvullende factoren in te brengen.

7.1 Voorgestelde factoren

Deze paragraaf bespreekt de in het consultatierapport voorgestelde factoren, waarna de reacties van marktpartijen kort worden besproken en wordt beoordeeld of deze naar mening van SEO/IViR zouden moeten leiden tot aanpassing van de voorgestelde werkwijze.

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, de analoge vergunningen met het oog op het definitieve afschakelmoment met maximaal zes jaar kunnen worden verlengd.

Box 19 Reacties – Laatste toetredingskans

Reacties consultatie

Eén partij geeft aan dat het geopperde argument van de laatste toetredingskans niet valide is, omdat dit ook al in 2011 gold.

Reactie SEO: dit gold inderdaad ook al in 2011. Maar zoals eerder toegelicht, gaat het daar niet om bij het vaststellen van de impact van gewijzigde omstandigheden.

Twee partijen geven aan dat dit niet de laatste mogelijkheid voor toetreding is, omdat toetreders een bestaande partij kunnen overnemen of toe kunnen treden via DAB. Eén van deze partijen geeft overigens op een andere plek in zijn reactie een argument dat de geopperde factor juist steunt. In de veiling zou mogelijk rekening zijn gehouden met een optiewaarde: indien de kavels worden verlengd aan het einde van de looptijd verschaft dit de koper van kavel A7 een soort ‘optie’ die zij mogelijk verdisconteert in haar bod. Indien de kavels daarentegen niet worden verlengd, heeft de koper volgens de partij nog steeds een voordeel omdat zij een voorsprong heeft opgebouwd in het bespelen van het kavel, wat ook in de veilingprijs kan zijn verdisconteerd.

Reactie SEO: Toetreding via DAB zonder analoge vergunning is in theorie inderdaad een mogelijkheid, maar de huidige beschikbaarheid van DAB-ontvangers en bekendheid met DAB bij het publiek is nog dusdanig klein dat dit geen reëel substituum is voor toetreding met een analoge vergunning.⁶¹ Daarnaast staat inderdaad de mogelijkheid voor overname van een bestaande speler open. Maar de veiling geeft een concrete mogelijkheid voor toetreding, waarbij de voorwaarden op voorhand bekend zijn. Uitgaan van de overname van een bestaand station kan uiteindelijk tot een hogere prijs of anderszins minder gunstige voorwaarden leiden, kan lang duren en kan zelfs in het geheel mislukken. Indien partijen dit zo inschatten zullen zij een relatief hoge prijs voor kavel A7 bieden, waarin als het ware een ‘bonus’ is opgenomen voor het verzilveren van de laatste mogelijkheid om toe te treden. Dit zou betekenen dat de veilingprijs een element zou bevatten dat los staat van kavel A7 en voor de vergelijking met de berekende waarde dus (neerwaarts) moet worden gecorrigeerd.

Aanvullingen op of wijzigingen in de toe te passen werkwijze n.a.v. de consultatie

Hoewel uit de reacties wel enige nuancering volgt van de geopperde factor, is de bewijsvoering dat de factor in het geheel geen rol zou spelen beperkt en worden ook argumenten ingebracht die meenemen van de factor ondersteunen.

In welke mate partijen daadwerkelijk een ‘bonus’ in hun prijs opnemen voor het verzilveren van de laatste toetredingskans is moeilijk kwantitatief in te schatten op basis van de beschikbare informatie. Overigens kan hierbij ook nog een rol spelen dat het aantal gegadigden voor kavel A7 beperkt was (zie onder) waardoor er weinig noodzaak was om de ‘bonus’ ook daadwerkelijk op te nemen in het bod indien de markt op de hoogte was van het beperkte aantal gegadigden in de veiling.

Op basis van bovenstaande analyse wordt de laatste toetredingskans gezien als een factor die de veilingprijs mogelijk opwaarts heeft beïnvloed, al wordt de omvang van de factor als beperkt ingeschat. Exacte kwantificering van deze factor is niet mogelijk op basis van de beschikbare informatie. Het effect zal derhalve worden opgenomen in de lijst met kwalitatieve factoren.

⁶¹ Uit onderzoek van GfK voor RAB bleek in mei 2013 slechts 2% van de geënquêteerden via DAB+ naar de radio te luisteren. Ruim driekwart heeft nog geen idee wat het is (RAB, 2013).

Onzekerheid in de markt over andere vergunningen

Ten tijde van de eerste uitgifte van de vergunning voor kavel A7 in 2011 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.⁶² 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 de vergunning voor A7 mogelijk vertraging op zou lopen bij het in gebruik nemen van het frequentiepakket.⁶³

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.

Box 20 Reacties – Onzekerheid in de markt

Reacties consultatie

Eén partij geeft aan dat de onzekerheid als gevolg van de rechtszaak door AVR inderdaad een rol speelt, en tot een relatief laag bod zou kunnen hebben geleid bij potentieel gegadigden of zelfs tot het afzien van een bod.

Eén partij geeft aan dat de onzekerheden niet bijzonder zijn, omdat er altijd wordt geprocedeerd over verleningen en verlengingen, en niet groter dan de onzekerheden in 2011. Het risico naar aanleiding van de lopende rechtszaak over A7 zou daarnaast primair bij de overheid liggen. Er zou per saldo geen grond zijn om te beoordelen of risico's door onzekerheden zijn toe- of afgenomen en kwantificering van effecten zou onmogelijk zijn.

Reactie SEO: dat er altijd wordt geprocedeerd betekent niet dat er geen rekening wordt gehouden met specifieke risico's op dit vlak. Dat is als geen rekening houden met kredietrisico als je een krediet verleent. Daarnaast is het niet relevant of de onzekerheden gelijk zijn aan die in 2011. Dergelijke factoren spelen geen expliciete rol in het SEO-waarderingsmodel.⁶⁴

Dat de lopende juridische procedure over kavel A7 alleen een risico voor de overheid is, is twijfelachtig. Er bestaat onzekerheid voor potentiële gegadigden of het kavel niet uiteindelijk toch wordt vergeven aan AVR. Als een andere partij kavel A7 in de veiling had verkregen, had deze in dat geval schadevergoeding geëist. Maar het is niet op voorhand zeker dat die schadevergoeding zou zijn toegewezen, en of die de volledige schade zou dekken.

⁶² Dit hield verband met de overname van SBS door John de Mol en Sanoma.

⁶³ <http://radio.nl/776574/minister-veilt-mogelijk-kat-in-zak>

⁶⁴ Omdat het model is gebaseerd op werkelijke cijfers van radiostations bevat het in beginsel alleen gematerialiseerde risico's (in termen van lagere opbrengsten of hogere kosten) en niet latente risico's (zoals hier bedoeld).

Ander partijen kunnen daarom overwegen om een lager bod te doen dan zonder deze onzekerheid.

Anderzijds, als AVR het kavel in de veiling zou verkrijgen zou zij in haar bod rekening kunnen hebben gehouden met eventueel lagere lasten als ze de rechtszaak zou winnen (maar wellicht niet het volledige bedrag door de onzekerheid daaromheen). Zij zou daarom een hoger bod kunnen doen.

Aanvullingen op of wijzigingen in de toe te passen werkwijze n.a.v. de consultatie

Het punt over mogelijke capaciteitsproblemen bij Novec kwam reeds ter sprake in het kader van het demografisch bereik in hoofdstuk 3. Hoewel niet aannemelijk is dat het in de waardebepaling gebruikte bereik feitelijk incorrect is, is het mogelijk dat bieders de in hun ogen onzekere situatie over het werkelijke bereik meenemen in hun bieding, wat tot een lager bereik en dus lagere waarde zou leiden. Het is echter niet vast te stellen van welk bereik spelers in dat geval uit zouden gaan. Daarom wordt in hoofdstuk 8 ter illustratie van dit mogelijke effect een gevoeligheidsscenario getoond voor de impact van een 1 procentpunt lager demografisch bereik van 61,02% op de veilingprijs.⁶⁵ Deze impact op de veilingprijs wordt benaderd door het verschil in waarde van kavel A7 te berekenen op basis van het SEO-model, uitgaande van de gewijzigde omstandigheden zoals beschreven in voorgaande hoofdstukken, bij een 1 procentpunt lager demografisch bereik.⁶⁶

Uit de reacties volgt geen duidelijk beeld over het al dan niet meenemen van een mogelijk risico als gevolg van de procedure aangaande kavel A7. Wel blijken er zowel argumenten voor een opwaarts als voor een neerwaarts effect op de veilingprijs te zijn. De onzekerheid van de lopende procedure in het kader van kavel A7 wordt daarom gezien als een factor die mogelijk de waarde van de veilingprijs opwaarts en/of neerwaarts heeft beïnvloed, al wordt de omvang van de factor als beperkt ingeschat. Exacte kwantificering van deze factor is niet mogelijk op basis van de beschikbare informatie. Het effect zal derhalve worden opgenomen in de lijst met kwalitatieve factoren.

In hoofdstuk 3 is ingegaan op een andere element waarover mogelijk onzekerheid bestond ten tijde van de veiling: de startdatum. Hoewel het in de rede ligt om voor de actuele waardering uit te gaan van de daadwerkelijke startdatum van de vergunning, is het mogelijk dat bieders tijdens de veiling rekening hebben gehouden met de onzekerheid over de exacte startdatum, die mogelijk later zou kunnen vallen dan 4 juli 2013, en dit hebben verdisconteerd in hun bod. In hoofdstuk 8 wordt daarom een gevoeligheidsscenario getoond voor de impact van een latere startdatum op de veilingprijs, waarbij het effect van de maximale vertraging van 10 dagen wordt gehanteerd (zie hoofdstuk 3). Op dezelfde wijze als bij de doorrekeningen van een afwijkend bereik wordt dit effect ingeschat met behulp van het SEO-model.

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 de in dit hoofdstuk besproken factoren volgt dan op dezelfde manier als in de SEO-waardeberekening een (maximale) prijs die

⁶⁵ Voor alle duidelijkheid zij vermeld dat de keuze voor een bereik van 61,02% arbitrair is en puur ter illustratie van de grootte van een mogelijk effect.

⁶⁶ Zoals toegelicht in Box 1 vallen de factoren in dit hoofdstuk niet binnen het SEO-model, maar kan het model wel gebruikt worden als hulpmiddel om effecten in te schatten.

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 schuldencrisis 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 en niet alle partijen dus mogen bieden op de licenties.

Box 21 Reacties – Onvoldoende liquiditeit

Reacties consultatie

Eén partij geeft aan dat er geen sprake is van afgenomen liquiditeit in de markt ten opzichte van 2011. Dit wordt onderbouwd door cijfers over kredietverlening in Nederland tussen 2011 en 2013, waaruit blijkt dat deze niet significant is gewijzigd. Daarnaast stelt de partij dat een eventueel liquiditeitseffect in de WACC zou moeten zijn opgenomen.

Eén partij onderschrijft dat er sprake is van een gedaalde liquiditeit, maar levert hier geen onderbouwing voor aan.

Reactie SEO: los van de validiteit van de gepresenteerde cijfers en wat deze zeggen over de relevante liquiditeit zal, zoals door één van de partijen alsook door SEO/IViR zelf gesteld in het consultatiedocument, een gewijzigde liquiditeits situatie moeten zijn weerspiegeld in de WACC.

Eén partij stelt dat de liquiditeit (of het gebrek daaraan) van individuele partijen niet relevant is, aangezien het gaat over de gemiddelde efficiënte toetreder.

Reactie SEO: de gemiddelde efficiënte speler staat inderdaad centraal in het SEO-model. Zoals wordt toegelicht in Poort et al. (2010, p.9) ligt dit uitgangspunt in lijn met het “fenomeen opportuniteitskosten” en is de uitkomst gelijk aan de uitkomst van een hypothetische veiling. Deze veiling moet dan wel “efficiënt” zijn. Indien dat niet het geval is, bijvoorbeeld doordat er te weinig gegadigden zijn om tot efficiënte prijsvorming te komen, gaat de vergelijking tussen de uitkomst van het waarderingsmodel en de veilinguitkomst in mindere mate op. Daarom is het aantal (potentieel) gegadigden in de veiling wel degelijk relevant. Hier wordt in de volgende paragraaf nader op ingegaan.

Aanvullingen op of wijzigingen in de toe te passen werkwijze n.a.v. de consultatie

Los van de vraag of en, zo ja, in hoeverre de kredietverlening in Nederland is afgenomen en de liquiditeit in de radiomarkt gereduceerd, wordt aangenomen dat als dit effect zich voordoet het

in voldoende mate in de WACC is verwerkt. De afgenomen liquiditeit wordt niet als additionele factor meegenomen.

Hieronder wordt ingegaan op de mogelijkheid dat het aantal (potentieel) gegadigden onvoldoende zou zijn voor een efficiënte prijsvorming in de veiling.

Korte voorbereidingstijd voor de aanvraag en onvoldoende (internationale) bekendheid

Een ander aspect is de liquiditeit van de veiling zelf. Naar mate het aantal bieders 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 bieders 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 2013⁶⁷) en de sluitingsdatum (22 mei 2013).

Concreet zal een beperkt aantal (potentieel) gegadigden in de veiling normaliter leiden tot een lagere veilinguitkomst dan bij een (voor de vergelijking met het SEO-model relevante) efficiënte veiling.

Box 22 Reacties – onvoldoende spelers in de veiling

Reacties consultatie

Eén partij geeft aan dat er geen sprake was van een korte voorbereidingstijd. Potentiële gegadigden wisten volgens de partij al sinds 2009 dat kavel A7 verdeeld zou worden, zij hebben al eerder in vergelijkbare procedures kunnen pogen om A7 te verkrijgen en de huidige procedure is niet complex en in ieder geval minder complex dan de procedure in 2003. Ook hebben geen gegadigden zich, volgens de partij, beklagd over een te korte voorbereidingstijd, noch blijkt volgens de partij dat gegadigden zich hierdoor hebben laten tegen houden aangezien er in 2013 meer gegadigden waren dan in 2011. Ten slotte wordt gesteld dat, los van de vraag of de door SEO geopperde argumenten valide zijn, het niet mogelijk is dit effect te kwantificeren.

Eén partij geeft daarentegen aan dat er weinig potentiële gegadigden waren in de veiling als gevolg van clausulering en reeds betaalde licentiebedragen door bestaande vergunninghouders.

Eén partij geeft aan dat als bestaande vergunninghouders mee hadden mogen bieden, wat echter belemmerd werd door de voorwaarden in verband met bezit van combinaties van geclausuleerde en ongeclausuleerde stations, de uitkomst veel hoger zou zijn geweest.

Eén partij geeft aan dat er gegadigden voor A7 zijn weggevallen, met als gevolg minder vraag.

Eén partij geeft aan dat, hoewel er beperkingen bestaan aan het aanschaffen van licenties voor

⁶⁷ Staatscourant, nr. 11036 d.d. 23 april 2013

partijen die al over een licentie beschikken, deze partijen nog steeds financieel kunnen bijdragen aan een overname van kavel A7, bijvoorbeeld via een joint venture.⁶⁸ Daarnaast stelt de partij dat er nationaal en internationaal nog genoeg andere spelers zijn die mogelijk een bod hebben overwogen en hier mogelijk ook de financiering voor hadden kunnen vinden. Ten slotte stelt de partij dat er in 2013 meer gegadigden waren dan in 2011 (7 versus 2).

Reactie SEO: de genoemde voorwaarden in verband met bezit van combinaties van geclausuleerde en ongeclausuleerde vergunningen bestonden al sinds de 'zero-base' in 2003 en betreffen dan ook geen afwijkende omstandigheid.

Wel kan het zo zijn dat er, hoewel financiers desgevraagd wel geld zouden willen steken in de radiosector (en dus de liquiditeit niet te laag en de prijs van geld niet te hoog is), door de crisis of andere omstandigheden een afname heeft plaats gevonden van individuele partijen die bekwaam zijn om een radiostation over te nemen. In de internationale context kan hierbij een rol spelen dat buitenlandse partijen zich te midden van een crisis liever op de thuismarkt richten, maar hier zijn ons geen concrete cijfers over bekend voor de radiomarkt. Los van exemplarische bewijsvoering over het aantal partijen dat in het verleden geïnteresseerd zou zijn geweest ten opzichte van het aantal serieuze gegadigden in 2013, zijn er geen harde aanknopingspunten om dit effect concreet vorm te geven.

Aanvullingen op of wijzigingen in de toe te passen werkwijze n.a.v. de consultatie

Uit de reacties volgt geen eenduidig beeld over het al dan niet meenemen van de geopperde factor. Er zijn verder onvoldoende harde aanknopingspunten om dit effect te concretiseren. Onvoldoende spelers in de veiling wordt derhalve niet als effect meegenomen.

7.2 Door partijen additioneel ingebrachte factoren

Deze paragraaf bespreekt de door marktpartijen naar aanleiding van het consultatierapport ingebrachte factoren die de veilingprijs zouden kunnen beïnvloeden. Elke factor wordt kort besproken, waarna wordt beoordeeld of deze naar mening van SEO-IViR zou moeten leiden tot een correctie op de veilingprijs.

Kosten DAB (impact veilinguitkomst)

In paragraaf 4.4 kwamen de feitelijke kosten van DAB-distributie ter sprake zoals zij blijken uit de contracten tussen Broadcast Digital Networks B.V. en de radiostations. Voor het bepalen van de actuele waarde van de vergunning voor kavel A7 zijn die feitelijke kosten relevant. In één zienswijze werd evenwel terecht opgemerkt dat andere gegadigden in de veiling, behalve de huidige houders van een landelijke vergunning inclusief dus ook de uiteindelijke winnaar van de veiling, naar verwachting niet op de hoogte zullen zijn geweest van deze contracten, en zich derhalve gebaseerd hebben op de kostenramingen van SEO/TNO.

Reactie SEO: in paragraaf 4.5 is toegelicht dat hoewel in het kader van de consultatie cijfers zijn ingebracht over de werkelijke kosten voor DAB, deze vertrouwelijk zijn en daarom niet gebruikt kunnen worden in de berekening van de actuele waarde. Dat partijen in de veiling niet op de hoogte zijn van de werkelijke kosten van DAB, zoals

⁶⁸ De beperking betreft een belangrijke mate van invloed.

gesteld in bovenstaande reactie, impliceert dan ook geen verschil tussen de berekening van de actuele waarde en de informatie die in de biedingen is gebruikt. Er hoeft dan ook geen correctie te worden uitgevoerd op de veilinguitkomst.⁶⁹

Synergievoordelen (impact op veilinguitkomst)

Eén partij wijst er op dat het hebben van twee vergunningen binnen hetzelfde concern, zoals het geval is bij de huidige verkrijger van kavel A7, kan leiden tot efficiëntievoordelen en schaalvoordelen. Dit zou leiden tot een hoger bod dan van een gemiddeld efficiënte toetreders.

Reactie SEO: zoals reeds toegelicht in Box 5 in hoofdstuk 4, gaat de SEO-methode er juist van uit dat dit soort effecten wel onderdeel kunnen zijn van het bod van een efficiënte speler. Elke speler maakt afwegingen over hoe de business case optimaal in kan worden gericht. Elke efficiënte partij zal daarbij kiezen voor het creëren van meerwaarde als daar mogelijkheden toe zijn. Of dit nu het aankopen van een 3^e partij is, of het aangaan van andersoortige samenwerkingsverbanden om synergievoordelen te behalen - zie bijvoorbeeld Sky Radio en Veronica die tot één concern beboren. Ook het zoeken van synergie met andere media (zoals televisie of gedrukte nieuwsmedia) blijkt een realiteit - zie bijvoorbeeld de samenwerking tussen De Persgroep en Q-Music - en bij de niet-landelijke commerciële omroepen bestaan eveneens tal van samenwerkingsverbanden gericht op kostenbesparing of vergroting van het marktpotentieel, zoals uitvoerig aan de orde kwam in Poort, Kerste et al. (2010). De ingebrachte factor leidt dan ook niet tot een correctie op de veilingprijs.

Veilingopzet en vergunningsprocedure (impact op de veilinguitkomst)

Twee partijen stellen dat de veilingopzet, waarbij een eenmalig (gesloten) bod wordt uitgebracht en het hoogste bod wint, risico van overschatting van de waarde in de hand werkt (de zogenoemde *winner's curse*). De partijen noemen alternatieven, zoals toepassing van de second price rule en een Engelse simultane meerronden veiling.

Eén van de twee partijen voegt hier aan toe dat de *second price* nul zou zijn, omdat er door slechts één partij een "serius" bod zou zijn gedaan.

Reactie SEO: inderdaad spreekt de literatuur over een mogelijke winner's curse, die samen kan hangen met de veilingontwerp. Het is wel de vraag hoe het veilingontwerp zich in termen van prijsopdrijvend effect, indien aanwezig, verhoudt tot alternatieve ontwerpen, en hoe dit moet gewogen ten opzichte van andere overwegingen bij een keuze voor een veilingontwerp en het effect van een gering aantal bieders op de kans op een efficiënte veilinguitkomst. Zelfs als gesteld zou worden dat het huidige ontwerp naar verwachting een opwaarts effect heeft op de geboden prijs, is het niet mogelijk dit te kwantificeren.

Dat het geen second bid auction was, betekent mogelijk dat partijen niet noodzakelijk hun maximale waarde bieden. Partijen wisten dat het een first bid auction en geen second bid auction was en hebben hun bod binnen die context bepaald. Het is dan ook niet mogelijk achteraf conclusies te trekken over de uitkomst indien gekozen zou zijn voor een second bid auction.

⁶⁹ Voor alle duidelijkheid zij vermeld dat afwijkende werkelijke kosten impact zouden hebben gehad op de actuele waarde. Indien de werkelijke kosten bijvoorbeeld lager zouden zijn geweest dan de in Poort et al. (2011) gebruikte kosten, zou de actuele waarde stijgen. Daartegenover staat dat in dat geval de uitgangspunten van de actuele waarde en de veiling niet meer op elkaar zouden aansluiten. Of dit tot een (in dit geval opwaartse) correctie van de veilingprijs zou moeten leiden, is afhankelijk van de mate waarin bieders die wel over informatie over werkelijke kosten beschikken deze informatie opnemen in hun bod.

De reacties geven onvoldoende concrete en kwantificeerbare aanknopingspunten om het veilingontwerp mee te nemen in een eventuele correctie op de veilingprijs.

Eén partij stelt dat de vergunningsprocedure tot kosten leidt, zoals notariële kosten en kosten voor een waarborg. Dit zou leiden tot een additionele investering. Ook zou de veilingopzet tot onzekerheden leiden ten opzichte van een vergelijkende toets, bijvoorbeeld doordat onzeker was welke partijen interesse hadden, wat tot een lagere waarde zou leiden.

Reactie SEO: de aangevoerde kosten zijn immaterieel ten opzichte van de veilinguitkomst en de kosten en opbrengsten van de exploitatie van de vergunning voor A7 en worden niet meegenomen in een correctie van de veilingprijs.

8 Waarde en veilinguitkomst van kavel A7

Dit hoofdstuk vormt de kwantitatieve synthese van de voorgaande hoofdstukken. Eerst wordt de actuele waarde van kavel A7 afgeleid van de waarde van kavel A7 zoals vastgesteld in 2011, door de kwantitatieve impact van de afwijkende of gewijzigde omstandigheden te bepalen.

Zoals toegelicht in hoofdstuk 2, verandert de waarde op basis van het SEO-model als de wijzigingen direct invloed hebben op één of meerdere objectieve kavelkenmerken, de overige verklarende variabelen of exogene variabelen in het waarderingsmodel. Voor deze gewijzigde of afwijkende omstandigheden *binnen* het SEO-model worden een basisscenario en gevoeligheidsscenario's voor de WACC en de NAO doorgerekend.

Voor zover er op de veilingdatum voor A7 afwijkende omstandigheden gelden die niet golden in de gebruikte dataset, zullen de voorspelmodellen daar geen rekening mee houden – hoewel ze wel impact kunnen hebben op de actuele waarde van kavel A7. Van de gewijzigde omstandigheden *buiten* het SEO-model is alleen het effect van braak liggen relevant bevonden. Voor dit effect worden een minimumscenario en een aantal gevoeligheidsscenario's gepresenteerd. Op basis van de gewijzigde of afwijkende omstandigheden binnen en buiten het model volgt in het basisscenario een actuele waarde.⁷⁰ De gevoeligheidsscenario's verschaffen inzicht in de impact van wijzigingen in de aannames, die inherent omgeven zijn met onzekerheid, en die leiden tot een onzekerheidsmarge rondom de uitkomst in het basisscenario.

Vervolgens wordt weergegeven welke factoren van invloed kunnen zijn op de veilingprijs en wordt een inschatting gemaakt van hun mogelijke invloed.

Het hoofdstuk sluit af met een conclusie over de relatie tussen de vastgestelde actuele waarde en de veilinguitkomst, en de interpretatie van de geschetste gevoeligheidsscenario's.

8.1 Actuele waarde kavel A7

8.1.1 Basisscenario (*binnen* het model)

Het startpunt van de berekening van de actuele waarde van kavel A7 is de waarde zoals die is vastgesteld in Kerste en Poort (2011).⁷¹ In Tabel 12 wordt de waarde aangepast naar aanleiding van afwijkende of gewijzigde omstandigheden *binnen* het model (zie hoofdstuk 3, 4 en 0). Het gaat hier primair om de gevolgen van de latere startdatum van de vergunning. Dit heeft impact op de looptijd, die korter wordt, en daarmee rechtstreeks op de termijn waarop in- en uitgaande kasstromen worden meegenomen in de waarden en, op een aantal punten, op de afschrijving van activa. Een ander gevolg van de latere startdatum is dat recentere informatie moet worden meegenomen over exogene variabelen, in het bijzonder: de netto advertentieopbrengsten, de inflatie en afdrachten aan AT. Dat wordt uitgedrukt in de tweede en derde stap in Tabel 12.

⁷⁰ Waarbij de impact van braak liggen een minimum betreft.

⁷¹ In Kerste en Poort (2011) werden de waarden op een aantal punten bijgesteld tot de definitieve waarden, waarop de minister de verlengingsprijzen heeft gebaseerd.

Daarnaast is voorafgaande aan de veiling, in tegenstelling tot bij de verlenging in 2011, volledige duidelijkheid over de toepassing van de faciliteit van gespreide betaling en wordt dus uitgegaan van gespreide betaling in plaats van een eenmalige kost bij de start van de vergunning. Dit leidt enerzijds tot uitstel van belastingvoordelen, wat een neerwaarts effect op de waarde heeft. Anderzijds leidt de wettelijke rente die voor uitstel van betaling wordt gerekend tot een voordeel, omdat deze substantieel onder de WACC ligt, wat een opwaarts effect op de waarde heeft. In deze specifieke casus voor kavel A7 vallen deze twee tegengestelde effecten grotendeels tegen elkaar weg. Vervolgens wordt het effect doorgerekend van de voorstelde aanpassing van de WACC. Wat resulteert is de actuele waarde van de vergunning voor kavel A7 binnen het model, dus exclusief het effect van het braak liggen.

Tabel 12 Actuele waarde o.b.v. afwijkende of gewijzigde omstandigheden *binnen* het SEO-model*

Factor	Effect	Waarde A7
Oorspronkelijke waarde verlening A7 (23-12-2011)		€21.726
Afwijkende of gewijzigde omstandigheden <i>binnen</i> het SEO-model		
Aanpassing looptijd: startdatum 4-7-2013	<u>-/- €9.083</u>	€ 12.643
Actualisatie inflatie en advertentiemarkt (NAO)	<u>-/- €9.016</u>	€ 3.627
Afdracht AT	<u>-/- € 80</u>	€ 3.547
Brutering/gespreide betaling	<u>+/+ € 32</u>	€ 3.579
Actualisatie WACC: 6,80%	<u>-/- € 94</u>	€ 3.486
Actuele waarde kavel A7 (<i>binnen</i> het model)*		€ 3.486

Bron: SEO Economisch Onderzoek/IViR, bedragen in duizenden, zie voor aannames en onderliggende bronnen voorgaande hoofdstukken; *dit is de actuele waarde exclusief het effect van braak liggen, zie paragraaf 8.1.3

8.1.2 Gevoeligheidsscenario's (*binnen* het model)

In Tabel 13 worden twee gevoeligheidsscenario's gepresenteerd, één voor de netto advertentieopbrengsten en één voor de WACC.

In het basisscenario is voor de inschatting van de ontwikkeling van de netto advertentieopbrengsten (NAO) gebruik gemaakt van dezelfde methodiek als in Poort et al (2011). Ter validatie van het basisscenario is tevens gekeken naar een aantal openbare voorspellingen van de NAO. Op basis hiervan is een tweetal gevoeligheidsscenario's opgesteld voor de verwachte NAO-ontwikkeling (zie paragraaf 5.2). Omdat het aannemelijk is dat deelnemers in de veiling gebruik hebben gemaakt van deze informatie bij het bepalen van hun bod, vormen deze scenario's realistische gevoeligheden op het basisscenario.

Met name doordat het niet mogelijk is gebleken de inschattingen van de aan de WACC onderliggende variabelen te toetsen bij sectorspecialisten van banken, in lijn met de gehanteerde methodiek in Poort et al. (2011), resteert enige onzekerheid over de middenschatting voor de WACC. Daarom wordt een gevoeligheidsdoorrekening gepresenteerd op basis van een

bandbreedte voor de WACC (zie paragraaf 5.1 voor een toelichting op de gehanteerde onder- en bovengrens).

Tabel 13 Gevoeligheidsscenario's actuele waarde (*binnen het SEO-model*)

Factor	Effect	Waarde A7
Actuele waarde – Basisscenario (<i>binnen het model</i>)		€3.486
Gevoeligheidsscenario's NAO en WACC		
Advertentiemarkt o.b.v. openbare voorspellingen*		
-Ondergrens NAO	<u>-/- € 1.421</u>	€2.064
-Bovengrens NAO	<u>+/+ € 66</u>	€3.552

WACC		
- Ondergrens: 6,42%	<u>+/+ € 94</u>	€3.579
- Bovengrens: 7,74%	<u>-/- € 218</u>	€3.267

Bron: SEO Economisch Onderzoek/IViR, bedragen in duizenden, zie voor aannames en onderliggende bronnen voorgaande hoofdstukken; *als bovengrens voor de NAO-verwachtingen wordt uitgegaan van de realisaties voor 2012 en 2013 (waarbij Q1 2013 wordt geëxtrapoleerd naar heel 2013) gevolgd door sneller herstel in 2014 conform de PWC-outlook 2012. Als ondergrens wordt voor de jaren 2013-2015 uitgegaan van de voorspellingen van Zenith Optimedia uit april 2013 en wordt voor 2016 en 2017 uitgegaan van een groeiverwachting van 2,4% in lijn met de PWC-Outlook 2012 (zie hoofdstuk 0).

8.1.3 Braak liggen (*buiten het model*)

In Tabel 14 wordt de waarde aangepast naar aanleiding van afwijkende of gewijzigde omstandigheden *buiten* het SEO-model (zie hoofdstuk 6). Primair gaat het hier om het effect van braak liggen op de waarde van kavel A7. Het naar aanleiding van de consultatie ingebrachte punt over crisis en krimp als afwijkende omstandigheid is niet van toepassing.

Tabel 14 Actuele waarde na correctie voor braak liggen

Factor	Effect	Waarde A7
Actuele waarde – Basisscenario (binnen het model)		€3.486

Afwijkende of gewijzigde omstandigheden buiten het SEO-model		
Braak liggen – minimumscenario:*		
Marketing kosten +/- € 700 k; Inkomsten -/- € 3 mln.	<u>-/- € 2.157</u>	€ 1.329
Actuele waarde gecorrigeerd voor minimum effect braak liggen		€ 1.329
Braak liggen – gevoeligheidsscenario's		
Inkomsten -/- € 4 mln.	-/- € 578	€ 750
Inkomsten -/- € 5 mln.	-/- € 1156	€ 173
Inkomsten in 2 ^e jaar -/- € 1,5 mln.	-/- € 797	€ 531

Bron: SEO Economisch Onderzoek/IViR, bedragen in duizenden, zie voor aannames en onderliggende bronnen voorgaande hoofdstukken; * Nota bene: het effect van de stappen in verband met braak liggen op de waarde is kleiner dan de afslag op de inkomsten en de extra kosten als gevolg van belasting en discontering, en omdat in het waarderingmodel slechts 60% van de waarde van de businesscase aan de etherlicentie wordt toegekend.

In het minimumscenario wordt uitgegaan van een inkomstenderving en hogere marketingkosten naar aanleiding van braak liggen van € 3 miljoen respectievelijk € 700 duizend, beide in het eerste jaar (ze paragraaf 6.2 voor een toelichting op deze bedragen). Uit de interviews met experts volgt dat de berekende impact van het braak liggen in dit scenario volgens hen te laag is. De door de interviewpartners als realistische aangemerkte daling in de omzet als gevolg van braak liggen van € 10 miljoen zou tot een negatieve waarde leiden, maar ontbeert kwantitatieve onderbouwing.⁷² Om toch meer gevoel te geven bij de interpretatie van het braak liggen, zijn gevoeligheidsscenario's doorgerekend met een inkomstenderving van € 4 mln. en € 5 mln., en een scenario met een voortdurende inkomstenderving in het tweede jaar, zij het in een beperktere omvang dan in het eerste jaar. De scenario's laten een neerwaartse gevoeligheid zien van € 578 duizend tot € 1.156 duizend.

8.2 Overige factoren die de veilingprijs beïnvloeden

Om de actuele waarde van kavel A7 met de veilinguitkomst te kunnen vergelijken, moet de veilinguitkomst gebaseerd zijn op dezelfde uitgangspunten als de waardering. Primair is van belang dat de waarderingmethodiek overeenkomt met de uitkomst van een efficiënte veiling. In dat kader is een aantal factoren geïdentificeerd dat tot een afwijking kan leiden tussen de actuele waarde en de veilinguitkomst. Hiervan zijn twee effecten niet exact kwantificeerbaar, maar is de invloed naar verwachting beperkt: de laatste toetredingskans om een vergunning te verkrijgen en

⁷² De interviewpartners achter het problematisch om het effect van braak liggen exact te kwantificeren.

de onzekerheid over de rechtszaak A7. Van een tweetal effecten is het mogelijk om, met behulp van het SEO-model, een gevoeligheidsscenario uit te voeren om de orde van grootte van het effect in te schatten. Om de impact van de onzekerheid over het bereik in te schatten wordt de waarde berekend met een bereik dat 1 procentpunt lager ligt, om de impact van de onzekerheid over de startdatum in te schatten wordt de waarde berekend met startdatum die 10 dagen later ligt. Deze onzekerheden hebben mogelijk de in de veiling geboden prijzen negatief beïnvloed. Om vergelijkbaarheid te bereiken tussen de modeluitkomst en de veilingprijs zouden ze dus moeten leiden tot een opwaartse bijstelling van de veilingprijs.⁷³

Tabel 15 Overige factoren die de *veilinguitkomst* beïnvloeden

Factor	Effect	Veilingprijs A7
Veilinguitkomst		€ 829
Overige factoren die de veilingprijs beïnvloeden		
Laatste toetredingskans	-/- (beperkt)	
Onzekerheid		
-bereik, gevoeligheid: 1 procentpunt lager	+/+ € 339	
-rechtszaak kavel A7	+/- (beperkt)	
-startdatum, gevoeligheid: 10 dagen later	+/+ € 74	

Bron: SEO Economisch Onderzoek/IViR, bedragen in duizenden, zie voor aannames en onderliggende bronnen voorgaande hoofdstukken

8.3 Conclusie

De actuele waarde van kavel A7 na aanpassing van afwijkende of gewijzigde omstandigheden *binnen* het SEO-model bedraagt € 3.486 duizend. In het SEO-model wordt nog geen rekening gehouden met braak liggen. Uit hoofdstuk 6 volgt dat braak liggen een neerwaarts effect heeft op de waarde. Dit betekent dat hiermee rekening moet worden gehouden bij het bepalen van de actuele waarde. Na correctie voor een minimumscenario voor dit effect bedraagt de actuele waarde ten hoogste € 1.329 duizend. Bij een veilinguitkomst van €829 duizend, ligt deze ingeschatte actuele waarde maximaal € 500 duizend hoger dan de veilinguitkomst.

Vervolgens zijn diverse gevoeligheidsscenario's doorgerekend. Uit de gevoeligheidsscenario's blijkt dat kleine afwijkingen in de aannames een substantiële impact op de actuele waarde (of voor vergelijking met de actuele waarde relevante veilinguitkomst) kunnen hebben. Veelal is de impact neerwaarts, wat tot een kleiner verschil tussen de actuele waarde en de veilinguitkomst leidt. Een omgekeerde wijziging in aannames, dus die het verschil groter zou maken, blijkt voor relevante parameters niet realistisch dan wel niet tot een materieel effect te leiden. Er is, kortom, voor de meeste variabelen een asymmetrische onzekerheid aan de onderkant van de uitkomsten, die niet exact is te berekenen maar waarbij met gevoeligheidsscenario's getracht is 'gevoel bij te geven'.

⁷³ Tevens is van een aantal factoren geconcludeerd dat zij niet van toepassing zijn, zie hoofdstuk 7.

Van twee gevoeligheden is het uiterst aannemelijk dat zij daadwerkelijk impact op de actuele waarde hebben. Ten eerste is het effect van braak liggen dat volgt in het minimumscenario volgens de experts een onderschatting. Door gebrek aan gekwantificeerde onderbouwing is het niet mogelijk om een bovengrens voor dit effect te bepalen. Het is desalniettemin aannemelijk dat het werkelijke effect groter is dan in het minimumscenario. De gevoeligheidsdoorrekening laat zien dat een grotere afslag op de inkomsten in het eerste jaar (€ 4 mln. resp. 5 mln.), die door de experts nog steeds als laag moet worden beschouwd, leidt tot een actuele waarde tussen € 173 duizend en 750 duizend.

Ten tweede mag aangenomen worden dat deelnemers in de veiling rekening hebben gehouden met openbare voorspellingen voor de NAO-ontwikkeling, die afwijken van de voorspellingen in het basisscenario. Op basis van de meest recente beschikbare gegevens op de veilingdatum is een onder- en bovengrens opgesteld voor wat aannemelijke verwachtingen van marktpartijen kunnen zijn geweest. Toepassing van deze bandbreedte leidt tot een actuele waarde tussen € 0 en € 1.393 duizend.⁷⁴

Deze twee gevoeligheden, waarvan het aannemelijk is dat zij effect op de waarde zullen hebben, hebben dus ieder op zich een substantieel neerwaarts effect op de waarde. Op basis van de twee effecten gezamenlijk, nog los van de overige geschetste gevoeligheden, is het aannemelijk dat de actuele waarde op of zelfs onder de veilinguitkomst ligt.

⁷⁴ Merk op dat deze waarden afwijken van de waarden in Tabel 13. Dit komt omdat hier wordt uitgegaan van de actuele waarde inclusief het effect van braak liggen.

Literatuurlijst

- CPB (2013), *Centraal Economisch Plan 2013*. (CEP), 13-3-2013
- CPB (2012), *CPB Policy Brief 2012/1. Juniraming 2012. De Nederlandse economie tot en met 2017, inclusief Begrotingsakkoord 2013*.
- Dimson, Marsh, Staunton (2011), *Equity Premia Around the World*
- Dimson, Marsh, Staunton (2012), *Global Investment Yearbook 2012*
- Kerste, M., Poort, J. (2013). *Update waarde van Kavel A7. Methodedocument t.b.v. marktconsultatie door ministerie van EZ*. SEO-rapport 2013-45. Amsterdam SEO/IViR.
- Kerste, M., Poort, J. (2011). *Bijstelling waarden landelijke stations*. Memo aan Ministerie van ELI, 23-12-2011
- Kerste, M. Poort, J., Van Eijk, N., (2012). Valuing commercial radio licences., *European Journal of Law and Economics*, 9 August 2012, DOI 10.1007/s10657-012-9348-x
- 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 (2013), *Entertainment & Media Outlook for The Netherlands 2013-2017*
- PWC (2012), *Entertainment & Media Outlook for The Netherlands 2012-2016*
- PWC (2011), *Entertainment & Media Outlook for The Netherlands 2011-2015*
- RAB (2011-2013), *Persberichten over radio-omzet*, in te zien op www.rab.fm.
- RAB/GfK (2013), *Radioplatforms 2013. Onderzoek naar het gebruik van radioplatforms*.
- Staatsblad (2013), *Besluit van 8 februari 2013, houdende regels betreffende toewijzing en gebruik van frequentieruimte (Frequentiebesluit 2013)*.

Staatscourant (2013), *Besluit van de Minister van Economische Zaken van 19 april 2013, nr. AT-EZ/6807463, inzake de uitgifte van drie vergunningen voor analoge commerciële radio-omroep (voor de kavels A7, B38 en C08) en drie vergunningen voor digitale radio-omroep, nr. 11306, 23 april 2013.*

Staatscourant (2011), *Regeling van de Minister van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie van 26 april 2011, nr. WJZ / 11060091, houdende regels met betrekking tot het eenmalig bedrag verschuldigd door een verkrijger of houder van de vergunningen voor kavel A7 en voor frequentieruimte in band III (Regeling vaststelling eenmalig bedrag uitgifte kavel A7 2011), nr. 7600, 29 april 2011.*



seo economisch onderzoek

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