



Second opinion: Actuele waarde kavel A7

RBB Economics, 04 december 2013

1. Inleiding

Dit gezamenlijke rapport van RBB Economics en Sman Business Value geeft een second opinion op de door SEO Economisch Onderzoek (hierna 'SEO') en het Instituut voor Informatierecht (hierna 'IViR') uitgevoerde update van de waarde van de vergunning voor kavel A7. Dit rapport is opgesteld in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken ('hierna het Ministerie').

Kavel A7 is één van de frequentiekavels op de FM-band bestemd voor commerciële radio-uitzendingen. De overheid verleent tijdelijke vergunningen voor het gebruik van de kavels. De vergunning voor het gebruik van kavel A7 is één van de in totaal negen landelijke FM-vergunningen voor commerciële radio. In 2011 is door SEO onderzoek gedaan naar de waarde van deze vergunningen.^{1,2} Deze waardering was bepalend voor de vergoedingen die de houders van deze vergunningen bij de verlenging van de looptijd in september 2011 hebben betaald.

Kavel A7 was voorafgaand aan deze verlenging niet in gebruik en is ten tijde van de verlenging ook niet uitgegeven. Uiteindelijk is de vergunning voor kavel A7 in 2013 afzonderlijk toegewezen door middel van een door het Agentschap Telecom georganiseerde veiling.³ Op basis van de veiling is de vergunning voor een bedrag van € 828.819,- verleend aan 100% NL (Ad Venture Radio B.V.).⁴

Reeds voorafgaand aan de veiling heeft de Minister van Economische Zaken ('hierna de Minister') aangegeven dat er na afloop van de veiling een onderzoek zou plaatsvinden naar de actuele waarde van kavel A7.⁵ Dit onderzoek dient ter ondersteuning van een later besluit van de Minister over de vraag of er al dan niet een correctie dient plaats te vinden in de waardering van de eerder verlengde vergunningen, vanuit het oogpunt dat er een gelijk speelveld zou moeten zijn voor de commerciële radiostations.

Het onderzoek naar de actuele waarde van de vergunning voor kavel A7 is uitgevoerd door SEO/IViR, die beiden ook betrokken zijn geweest bij het onderzoek naar de waardering van de vergunningen in 2011.

Uitgangspunt voor de huidige actualisering van de waarde van de vergunning voor het gebruik van kavel A7 is de methodiek die voor de waardebeoordeling in 2011 door SEO/IViR is opgesteld en toegepast. Deze methodiek staat als zodanig nadrukkelijk niet ter discussie. Bij de update van de waardering gaat het om het aanpassen van de eerdere waardering uit 2011 met het oog op eventueel gewijzigde objectieve kavelkenmerken en gewijzigde omstandigheden, zonder dat de methodiek wordt aangepast.

¹ Waarde commerciële radiovergunningen, SEO Economisch Onderzoek, juni 2010.

² Addendum waarde commerciële radiovergunningen, SEO Economisch Onderzoek, maart 2011.

³ Uitkomst veiling van de kavels voor commerciële radio A7, B38 en C08, Ministerie van Economische Zaken, Brief aan de Tweede Kamer 4 juli 2013. (DGETM-TM / 13114441)

⁴ Idem

⁵ Uitkomst verkenning voor- en nadelen van het opknippen van kavel A7, Ministerie van Economische Zaken, Brief aan de Tweede Kamer 30 januari 2013. (DGETM-TM / 13005301)

Dit rapport is als volgt opgebouwd:

- In hoofdstuk 2 gaan wij in op de reikwijdte van het second-opinion onderzoek en de werkzaamheden die hiervoor zijn uitgevoerd.
- Hoofdstuk 3 bevat een algemene bespreking van onze bevindingen.
- In hoofdstuk 4 gaan wij in op de fiscale aspecten die (mede) verband houden met de kortere looptijd van de vergunning.
- In hoofdstuk 5 geven wij ons oordeel ten aanzien van de actualisatie van de vermogenskosten.
- In hoofdstuk 6 geven wij een nadere beoordeling van ontwikkeling van de NAO.
- In hoofdstuk 7 gaan wij in op afwijkende omstandigheden.
- In hoofdstuk 8 volgt ons eindoordeel.

2. Inhoud en reikwijdte van het second-opinion onderzoek

2.1. Opdracht

RBB Economics en SMAN Business Value zijn door het Ministerie gevraagd een second opinion te geven op de update van de waardering van de vergunning voor kavel A7 door SEO/IViR. Uitgangspunt voor deze actualisering is de bestaande methodiek die door SEO/IViR is gebruikt bij de eerdere waardering in 2011.

Conform het verzoek van het Ministerie dient het second-opinion onderzoek op een aantal vragen antwoord te geven:

- Is het SEO/IViR onderzoek zorgvuldig uitgevoerd in termen van logische en realistische aannames en rekenstappen, nodig om te komen tot een actuele waardebeoordeling?
- Zijn de ingediende zienswijzen voldoende gewogen en waar nodig op een correcte wijze opgenomen in de uiteindelijke methodiek?
- Zijn uiteindelijk gekozen variabelen die zijn meegenomen in de actuele waardebeoordeling van kavel A7 voldoende kwantitatief en/of kwalitatief onderbouwd?
- Is zodoende de aanpak voor het berekenen van de actuele waarde van kavel A7, gegeven de eerder gekozen methodiek, zorgvuldig, transparant en controleerbaar uitgevoerd?
- Kan het ministerie, naar oordeel van de Opdrachtnemer, op basis van het voorliggende adviesrapport van SEO/IViR de actuele waarde van kavel A7 vaststellen?

Met het oog op de bovenstaande vragen zullen wij de door SEO/IViR voorgestelde update van de waarde beoordelen. In ons eindoordeel zullen wij concreet in gaan op de vraag of de update van SEO/IViR voldoet aan de in de bovenstaande vragen geformuleerde voorwaarden aan de hand van onze bevindingen en beoordeling.

2.2. Reikwijdte second-opinion

Wij achten het van belang om toe te lichten dat deze second opinion louter ziet op de beoordeling van de door SEO/IViR opgestelde update binnen het kader van het eerder door SEO/IViR voor de waardering gebruikte methodiek ("het SEO-model"). Deze second opinion bevat dus geen beoordeling van het SEO-model zoals dat door SEO/IViR is ontwikkeld en toegepast bij de oorspronkelijke waardering.

De herwaardering vindt plaats in de context van de vraag of er een correctiemechanisme toegepast zou moeten worden ten aanzien van de eerder verleende vergunningen. In dat kader is het van belang op te merken dat een onder- of overschatting in de oorspronkelijke waardering kan doorwerken bij de herwaardering, en dat het verloop van de tijd tussen de oorspronkelijke

waardering en de herwaardering, en daarmee de kortere looptijd van de vergunning voor kavel A7, kan leiden tot het vergroten of verkleinen van het verschil tussen de oorspronkelijke waardering en de herwaardering, en daarmee ook tot het vergroten of verkleinen van het verschil van de waarde bij herwaardering en de veilinguitkomst. Deze second opinion ziet, zoals aangegeven, uitsluitend op de herwaardering door SEO, en niet op een dergelijke verschillenanalyse die relevant kan zijn voor een eventueel correctiemechanisme.

2.3. Werkzaamheden in het kader van het second-opinion onderzoek

De uitvoering van ons second-opinion onderzoek heeft een aantal stappen doorlopen die wij hieronder kort zullen toelichten.

Ten behoeve van het second opinion onderzoek hebben wij een conceptrapport ontvangen van SEO/IViR met daarin de waarde update van de vergunningen voor kavel A7. Naar aanleiding van onze bevindingen en beoordeling van het concept heeft SEO/IViR haar rapport op een aantal punten aangepast, mede op basis van nader onderzoek. Naar aanleiding van deze aanpassingen en onze beoordeling van deze aanpassingen hebben wij het herziene conceptrapport opnieuw beoordeeld en zijn beide rapporten aan het Ministerie overgelegd.

In het kader van het second opinion onderzoek heeft een aantal keer overleg plaatsgevonden met SEO/IViR:

- Op 10 oktober 2013 heeft SEO/IViR een toelichting en demonstratie gegeven van verschillende onderdelen van de bestaande methodiek (inclusief onderliggende rekenmodellen) en de wijzigingen die hierin zijn aangebracht ten behoeve van de waarde update.
- Op 31 oktober 2013 heeft er een tweede bijeenkomst plaatsgevonden. Tijdens deze bijeenkomst heeft een feitelijke verificatie plaatsgevonden van de door SEO/IViR gemaakte berekeningen voor de update van de waardebepaling, binnen het voor de waarde update toegepaste model.
- Op 11 november 2013 heeft een derde bijeenkomst plaatsgevonden in aanwezigheid van een medewerker van EZ. Tijdens deze bijeenkomst zijn ons concept second-opinion rapport en voorlopige bevindingen besproken met SEO/IViR, in aanloop naar de eindrapportage.

Voorts heeft enkele malen via conference calls overleg plaats gevonden en hebben wij ten behoeve van het second opinion onderzoek een aantal documenten en bronnen ontvangen van SEO/IViR. Een overzicht hiervan is opgenomen in Annex A.1.

Los van eventuele inhoudelijke punten merken wij op dat SEO/IViR ons op een adequate en transparante manier van informatie heeft voorzien. Daarbij geldt wel de beperking dat wij geen inzicht hebben gekregen in de opbouw van bepaalde onderdelen van de bestaande methodiek die gebaseerd zijn op bedrijfsvertrouwelijke informatie die ten tijde van de verlenging is verkregen van marktpartijen. Voor deze onderdelen geldt overigens dat deze niet zijn aangepast sinds de oorspronkelijke waardering. Gesteld zou dus kunnen worden dat deze

onderdelen geen deel uit (hoeven te) maken van ons second opinion onderzoek, omdat het gebruikte model als zodanig niet ter discussie staat.

Bij de feitelijke verificatie van de door SEO/IViR uitgevoerde berekeningen ten behoeve van de waarde update zijn geen onjuistheden aangetroffen.

3. Update waarde van kavel A7 door SEO/IViR

3.1. Inleiding

De waarde update van de vergunning voor kavel A7 vindt plaats met behulp en op basis van de bestaande methodiek. Om tot een concrete waarde update te kunnen komen heeft SEO/IViR een aantal aanpassingen doorgevoerd die betrekking hebben op gewijzigde objectieve (kavel-)kenmerken en zijn actuele gegevens gebruikt voor een update van een aantal externe inputvariabelen.

Onderstaand zullen wij ingaan op deze aanpassingen en actualisering. Hierbij zullen wij beknopt aangeven wat de aard van de aanpassingen is, en in hoeverre wij de door SEO/IViR voorgestelde aanpassingen correct en methodologisch verantwoord vinden. Op de punten waar dit niet (geheel) het geval is en/of wij nadere toelichting op onze beoordeling wenselijk achten, zal in de overige hoofdstukken van dit rapport uitvoerig worden ingegaan. Tevens zullen wij ingaan op afwijkende omstandigheden en de verklaring van de veilinguitkomst.

3.2. Impact van de latere startdatum

Zoals reeds aangegeven in het methodedocument opgesteld ten behoeve van de aan de update voorafgegane consultatie, kent de vergunning voor het gebruik van kavel A7 een latere startdatum.

Omdat de einddatum van de vergunning gelijk is gebleven, vertaalt de latere startdatum zich in een kortere looptijd van de vergunning. Een kortere looptijd heeft een belangrijke impact op de waarde omdat de terugverdientijd van investeringen korter is en de opbrengsten lager zullen zijn dan bij een langere looptijd.

De kortere looptijd is een objectief gegeven en staat als zodanig dan ook niet ter discussie. Dit betekent ook dat de aanpassingen in de waardering die hieruit voortvloeien technisch van aard zijn. Het belangrijkste was voor ons dan ook te controleren of de aanpassingen op een juiste en transparante wijze in het waarderingsmodel zijn doorgevoerd.

Onze conclusie is dat dit het geval is.

Wel zijn tijdens de beoordeling van de verwerking van de latere startdatum een aantal technische aspecten aan het licht gekomen die betrekking hebben op de fiscale verwerking van geldstromen. Deze aspecten komen later nog aan bod in hoofdstuk 4.

3.3. Actualisatie van externe inputvariabelen

De latere startdatum impliceert niet alleen dat de looptijd van de vergunning korter is, maar ook dat de waardering plaatsvindt op een later tijdstip dan de oorspronkelijke waardering.

SEO/IViR heeft daarom de bestaande methodiek herijkt met actuele gegevens voor een aantal externe inputvariabelen. Dit heeft betrekking op de daadwerkelijke ontwikkeling en actuele groeiverwachting de netto advertentie-inkomsten (kortweg 'NAO'), de inflatie en de vermogenskosten (*weighted average cost of capital* of WACC).

Bij de feitelijke verificatie van de verschillende door SEO/IViR uitgevoerde berekeningen tijdens de bijeenkomst van 30 oktober 2013 is ter sprake gekomen dat de voorziene toezichtskosten van het Agentschap Telecom nog niet waren geactualiseerd. Deze hadden nog betrekking op de voorziene toezichtskosten voor de looptijd van vergunningen ten tijde van de oorspronkelijke waardering. Naar aanleiding hiervan heeft SEO/IViR de toezichtskosten die voorzien waren ten tijde van de verlenging geactualiseerd naar de huidige voorziene toezichtskosten tot en met het einde van de looptijd van de vergunning.

SEO/IViR heeft bij de update geen nieuwe econometrische schatting gemaakt die ten grondslag ligt aan een aantal causale verbanden waar in de oorspronkelijke waardering vanuit is gegaan, en die van invloed is op de geschatte kasstromen. SEO/IViR geeft aan dat er om een aantal redenen geen actualisatie van het econometrisch model heeft plaatsgevonden op basis van actuele gegevens van vergunninghouders.

SEO/IViR geeft aan dat een dergelijke exercitie praktisch niet uitvoerbaar was, gezien de korte doorlooptijd die beschikbaar was voor de waarde update. Daarnaast zou het aanvullen van de gebruikte gegevens die betrekking hebben op de periode 2003-2008 met gegevens uit de periode hierna vooral hebben geleid tot additionele informatie over de latere jaren van de vergunning.

Daarnaast gaat SEO/IViR ervan uit dat een herschatting mogelijk iets andere modeluitkomsten zal opleveren, maar dat dit niet per definitie tot (statistisch) betere voorspellingen zou leiden. Een eventuele hogere of lagere waarde die hieruit volgt kan als onderdeel gezien worden van het ondernemersrisico dat vergunninghouders in 2011 zijn aangegaan bij het verlengen van hun vergunning.

Omdat er geen herschatting heeft plaatsgevonden, en het econometrisch model onderdeel uitmaakt van de eerder vastgestelde methodiek die als zodanig niet ter discussie staat, kunnen wij in het kader van deze second opinion geen uitspraken doen over de vraag in welke mate en in welke richting een dergelijke herschatting zou kunnen leiden tot materieel andere uitkomsten.

In elk geval is duidelijk dat een dergelijke herschatting aanleiding zou hebben gegeven tot de noodzaak om additionele gegevens op te vragen bij marktpartijen over bijvoorbeeld de ontwikkeling van de kosten, dat er met een dergelijke herschatting de nodige tijd gemoeid zou zijn, en SEO hierbij afhankelijk zou zijn van de (kwaliteit van de) informatie die door partijen zou worden aangeleverd.

De actualisatie van de vermogenskosten en de NAO en onze beoordeling hiervan komen afzonderlijk aan bod in hoofdstukken 5 en 6.

3.4. Afwijkende omstandigheden (buiten het model)

Zoals in het methodedocument ten behoeve van de consultatie reeds is aangegeven, zijn er mogelijk afwijkende omstandigheden ten opzichte van de oorspronkelijke waardering die relevant zijn voor de actualisering.

Het gaat daarbij om omstandigheden die SEO niet heeft gemodelleerd (niet heeft kunnen modelleren) in het kader van de eerdere waardering, maar die mogelijk wel relevant zijn bij de herwaardering.

De belangrijkste afwijkende omstandigheid die SEO/IViR in haar rapport heeft opgenomen is het braak liggen van kavel A7.

Kavel A7 lag voorafgaand aan de verlenging van de overige vergunningen reeds braak en heeft gedurende de periode tussen de oorspronkelijke waardering en de waarde update (en veiling) ook braak gelegen.

SEO/IViR stelt dat de factor braak liggen een gewijzigde omstandigheid is ten opzichte van de oorspronkelijke waardering, omdat bij de oorspronkelijke waardering (en in het SEO-model) is uitgegaan van een situatie waarin alle kavels, ook kavel A7 (en A8) werden bespeeld.

Vast staat dat kavel A7 ten tijde van de oorspronkelijke waardering reeds braak lag, maar dat braak liggen als zodanig geen onderdeel uitmaakt van het SEO-model.

Dit geldt zowel voor het model zoals dat ten tijde van de verlenging ter consultatie aan marktpartijen is aangeboden als ook de aangepaste (en uiteindelijke) gevolgde methodiek. SEO/IViR heeft de bestaande methodiek gebaseerd op gegevens over de periode 2003-2008. Tot maart 2009 werd kavel A7 (en A8) nog bespeeld.

In reactie op de consultatie is door een aantal commerciële radiozenders gesteld dat braak liggen voor de update van de waardering geen relevante factor is, omdat het verschil tussen de update nu en de situatie in 2013 alleen is dat er sprake is van langer braak liggen. Dat is een feitelijk correcte constatering.

Anderzijds is het zo dat het braak liggen niet als factor is meegenomen bij de oorspronkelijke waardering, het zat simpelweg niet in het model van SEO. Ook al is er dus geen feitelijk gewijzigde omstandigheid (behalve de duur van het braak liggen), het rekening houden met braak liggen is wel een gewijzigde omstandigheid ten opzichte van het oorspronkelijke model.

Daarbij stelt SEO dat buiten het model wel degelijk rekening is gehouden met het braak liggen door het creëren van biedruimte rondom de oorspronkelijke waardering. Dit wordt bevestigd in de toelichting bij de uitgifte van de vergunning voor kavel A7 op basis van een vergelijkende toets in 2011, na de oorspronkelijke waardering.⁶ Hierin wordt aangegeven dat met braak liggen

⁶ Zie: <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/stcrt-2011-7600.html>

als verschil ten opzichte van de overige te verlengen vergunningen rekening kan worden gehouden bij het uitbrengen van een financieel bod.

In hoofdstuk 7 zullen we nader ingaan op de afwijkende omstandigheden, inclusief het braak liggen.

3.5. Verklaring van de veilinguitkomst

In hoofdstuk 7 van het rapport gaat SEO in op “overige factoren die de veilingprijs kunnen beïnvloeden”. Het hoofdstuk beschrijft een aantal factoren die, los van de waarde die uit de update van de waardering, en los van overige omstandigheden die op de waarde een invloed kunnen hebben gehad, van invloed kunnen zijn geweest op de veilinguitkomst.

Er kunnen omstandigheden zijn die samenhangen met de veiling en die (mede) kunnen verklaren waarom er een verschil is tussen de waardering na de update en de veiling. Deze omstandigheden zijn echter niet relevant voor het bepalen van de waarde van kavel A7 in de update.

Daarin moet immers alleen rekening gehouden worden met gewijzigde omstandigheden die van invloed zijn op de waardebepaling in het SEO model, niet van omstandigheden die betrekking hebben op de veiling. Met andere woorden, het feit dat er bijvoorbeeld weinig bidders waren op de veiling kan verklaren waarom de veilingopbrengst lager is dan de waardering, maar het is geen factor die leidt tot een lagere waardering.

Aangezien deze second opinion alleen ziet op de update van de waardering op grond van de eerder vastgestelde methodiek en eventuele gewijzigde objectieve kavelkenmerken of gewijzigde omstandigheden, vallen de factoren die door SEO in hoofdstuk 7 worden besproken buiten de reikwijdte van ons onderzoek.

3.6. Ingebrachte zienswijzen

In de consultatie naar de actualiseringsmethodiek zijn een vijftal zienswijzen ingebracht. Onder deze ingebrachte zienswijzen bevinden zich de zienswijzen van een aantal commerciële radiostations, waaronder ook de nieuwe vergunninghouder van kavel A7.

SEO/IViR gaat in haar rapport per deelonderwerp in op de ingebrachte zienswijzen die in haar ogen relevant zijn. Naar onze indruk zijn de zienswijzen op een evenwichtige manier meegenomen. SEO/IViR geeft duidelijk aan wanneer zienswijze wel of niet worden meegenomen, dit laatste bijvoorbeeld wanneer deze kritiek bevatten op de bestaande methodiek of anderszins niet relevant zijn.

Tot slot verwijst SEO/IViR uitgebreid naar de in de consultatie ingebrachte zienswijze ten aanzien van braak liggen. Zoals aangegeven komen we in hoofdstuk 7 terug op dit element.

4. Fiscale aspecten

4.1. Inleiding

Door de kortere looptijd van de vergunning voor kavel A7 is de fiscale afschrijftermijn ook korter. Hierdoor veranderen de jaarlijkse afschrijvingen en ontstaat een andere fiscale verwerking van geldstromen gedurende de looptijd van de vergunning van kavel A7 dan bij de verlengde vergunningen. Deze fiscale aspecten en het effect op de actuele waarde voor de vergunning van kavel A7 zullen wij onderstaand nader toelichten.

4.2. Bruterig van waarde-uitkomst

Het oorspronkelijke model en de methodiek van SEO/IViR berekent de contante waarde van de netto geldstromen, dat wil zeggen de netto geldstromen uitgaande van een belastingdruk van (thans) 25% vpb. In het model wordt geen rekening gehouden met de fiscale afschrijving over de waarde van de vergunning. Omdat deze afschrijvingscapaciteit wel een economische waarde vertegenwoordigt, wordt de uitkomst van het oorspronkelijke model door SEO vervolgens gebruteerd door de uitkomst te delen door 0,75 (=1-0,25). Hiermee is verondersteld dat de verkrijger van de vergunning (tegen de berekende bruto waarde), de verkrijgingsprijs direct in één keer kan afschrijven ten laste van het fiscale resultaat.

In het kader van het met SEO/IViR gevoerde overleg over de second opinion is gediscussieerd over de validiteit van deze aanname (onder andere in het licht van de begrote verliessituatie in het eerste exploitatiejaar). In dat jaar zal de extra fiscale afschrijfpост derhalve nog niet tot een feitelijke belastingteruggaaf leiden.

In tegenstelling tot ten tijde van de waardebepaling door SEO/IViR in 2011 bestaat bij het vaststellen van de actuele waarde volledige duidelijkheid over de toepassing van de faciliteit van gespreide betaling, waardoor het redelijk is daarvan thans uit te gaan. De gespreide betaling brengt volgens SEO/IViR met zich mee dat de kosten gespreid ten laste van het fiscale resultaat worden gebracht. De gespreide betaling leidt ook tot gewijzigde rentekosten (over de uitgestelde termijnen). SEO/IViR is voor de update daarom uitgegaan van een andere wijze van bruterig. Hierbij is gewerkt met een nominaal gelijkblijvende reeks licentiebetalen voor belasting, waarvan de hoogte met een goal-seek routine iteratief is bepaald.

Het fiscale afschrijvingsregime houdt niet noodzakelijkerwijs verband met de wijze van betaling van de vergunning. Bepalend hiervoor is de economische levensduur van de vergunning. Dat neemt niet weg dat de door SEO/IViR thans gekozen benadering (waarbij de termijnbetalingen leidend zijn) resulteert in een vergelijkbare uitkomst als een scenario waarin gelijkmatig over de economische levensduur wordt afgeschreven. Daarbij hebben wij geconstateerd dat de termijnbetalingen volgens de betalingsregeling redelijk gespreid zijn over de looptijd van de vergunning en daarmee bij benadering ook parallel lopen met de fiscale afschrijving.

4.3. Fiscaal belaste boekwinst bij desinvesteringen activa

Het model gaat uit van een fiscale afschrijvingstermijn over activa die gelijk is aan de looptijd van de vergunning. Omdat de economische levensduur van distributieactiva langer wordt verondersteld, is op het eind van de vergunningsperiode sprake van een desinvestering (met positief economische waarde) van deze distributieactiva. Omdat de afschrijving over de aanschafwaarde van deze activa in voorgaande jaren reeds geheel ten laste van het belastbaar resultaat is gebracht, zal de desinvestering leiden tot een fiscaal belaste boekwinst. Met de belastingafdracht over deze boekwinst is in het model ten onrechte geen rekening gehouden. Het negatieve waarde-effect van deze correctie is beperkt.

4.4. Waardering DAB

In het met SEO/IViR gevoerde overleg over de second opinion is de fiscale behandeling van DAB aan de orde gesteld. In de aanvankelijk verstrekte calculatiesheet werd geen vpb-af trek in aanmerking genomen omdat uitsluitend sprake is van kosten (en derhalve geen positief fiscaal resultaat wordt behaald waartegen de kosten kunnen worden afgetrokken). Deze uitwerking was ons inziens niet correct omdat de kosten voor DAB in mindering gebracht worden op de positieve resultaten uit de overige exploitatie. Per saldo is, behoudens het eerste jaar, sprake van een fiscaal positief resultaat. Bij de waardering van DAB moet ons inziens rekening worden gehouden met een belastingteruggaaf over de negatieve exploitatie. Dit heeft een beperkt waardeverhogend effect. In reactie op dit overleg heeft SEO/IViR de calculatie aangepast. Doordat uit wordt gegaan van gespreide betaling (fiscale afschrijvingstermijnen) en de verwerking van de daarmee samenhangende carry forward, en de iteratieve bepaling van de licentievergoeding, worden de belastingvoordelen van de DAB-case automatisch meegenomen.

4.5. Beoordeling

Ofschoon thans sprake is van een gewijzigde betalingsregeling, kan verschillend gedacht worden over de vraag of een betalingsregeling als zodanig aanleiding geeft voor een andere wijze van brutering. Wij hebben aangegeven dat de fiscale afschrijving over de vergunningsprijs bepaald wordt door de economische levensduur van de vergunning en niet noodzakelijkerwijs door de wijze van betaling (ineens of in termijnen). De thans geldende betalingsregeling geeft overigens wel een extra argument om uit te gaan van een geleidelijke fiscale afschrijving over de looptijd van de vergunning. Wij zijn daarom van oordeel dat de fiscale aspecten in de update van de waardering op correcte wijze zijn doorgevoerd.

5. Vermogenskosten (WACC)

5.1. Inleiding

De vermogenskosten (WACC) zijn bepalend voor de manier waarop de kasstromen die ontstaan gedurende de looptijd van de vergunning worden gediscoteerd naar de huidige actuele waarde van de vergunning. SEO/IViR berekent een WACC van 6,80%.

Uit een gevoeligheidsanalyse voor diverse parameters, resulteert een ondergrens van 6,13% en een bovengrens van 7,47%. Deze berekende ondergrens ligt onder het niveau van de in 2011 berekende discontovoet van 6,42%. De ingebrachte zienswijzen op het aspect van vermogenskosten geven aan dat de WACC zou zijn gestegen sinds de verlenging. Onder verwijzing naar deze zienswijzen heeft SEO/IViR thans 6,42% als ondergrens gehanteerd die gelijk is aan het kengetal ten tijde van de verlenging. De door SEO/IViR gehanteerde ondergrens en bovengrens voor de doorrekening van de gevoeligheidsanalyse bedragen daarmee respectievelijk 6,42% en 7,47%.

In het conceptrapport geeft SEO/IViR een gedetailleerde toelichting op de opbouw van de WACC en de daarbij gebruikte brongegevens. In algemene zin achten wij de gekozen variabelen voldoende onderbouwd en in lijn met de bestaande methodiek. Onderstaand lichten wij een en ander toe.

5.2. Methodiek

Tegen de bestaande methodiek zijn ten tijde voorafgaan aan de verlenging zienswijzen ingebracht waarin betoogd werd dat de WACC te laag was vastgesteld. Deze zienswijzen zijn thans deels herhaald in de consultatie ten aanzien van de waarde update. De grondslagen voor deze zienswijzen zijn hoofdzakelijk gelegen in het niet toepassen van een *small firm* premie (voor bedrijfs- of projectspecifieke risico's), alsmede de weging van zowel vreemd en eigen vermogen tegen boekwaarde (in plaats van marktwaarde).

Omdat de gehanteerde methodiek gelijk is aan de oorspronkelijke methodiek, en hier ook bij het opstellen van de second opinion vanuit moet worden gegaan, kunnen deze zienswijzen niet leiden tot een afwijking van de actuele waarde ten opzichte van oorspronkelijke waardering.

De verkorte looptijd van de vergunning is een afwijkende omstandigheid ten opzichte van de oorspronkelijke waardering. Wij merken op dat de verkorting van de looptijd aanleiding kan geven voor een andere beschouwing van het bedrijfs- of projectspecifieke risico. In de onderhavige casus is sprake van een project met relatief grote aanvangsinvesteringen in activa alsmede met een hoog niveau aan vaste exploitatiekosten. Deze investeringen en kosten moeten terugverdiend worden uit de verwachte advertentie-inkomsten. Het is denkbaar dat de verwachte omzet op kortere termijn met grotere betrouwbaarheid geschat kan worden dan de ontwikkeling daarvan op langere termijn. Bij een verkorte looptijd van het project wegen de eerstkomende jaren relatief zwaar mee in het totaal. Het is daarmee aannemelijk dat de totale opbrengsten over de looptijd van het project met grotere nauwkeurigheid geschat kunnen

worden, en derhalve met minder risico omgeven zijn, dan bij een project met een langere looptijd. Dit zou aanleiding kunnen geven voor een andere vaststelling van vermogenskosten voor twee identieke projecten, behoudens het verschil in looptijd. Anderzijds merken wij op, zoals te bespreken in hoofdstuk 6, dat de ontwikkeling van de advertentie-inkomsten in de radiobranche zeer volatiel is en (ook) op korte termijn onvoorspelbaar.

Omdat dit een bedrijfs- of projectspecifiek risico betreft is dit niet begrepen in de bestaande methodiek. Dit aspect zal daarom niet leiden tot een afwijking van de actuele waarde ten opzichte van oorspronkelijke waardering.

5.3. Peergroup

Ten aanzien van de vaststelling van de leverage en de asset- β maakt SEO/IViR gebruik van een peergroup. In het conceptrapport licht SEO/IViR toe dat dezelfde peergroup is gehanteerd ten tijde van de verlenging. Uit een nadere toelichting van SEO/IViR is gebleken dat enkele bedrijven niet langer zijn meegewogen in de peergroup wegens het ontbreken van gegevens (mede veroorzaakt door het niet langer beursgenoteerd zijn van sommige bedrijven). Ondanks deze aanpassing blijft de peergroup naar ons oordeel voldoende breed en representatief.

Door SEO/IViR is een asset- β berekend van 0,73 (uitgaande van beschikbare data over leveraged β 's, belastingdruk en leverage). Naar wij begrijpen is gebruik gemaakt van gegevens van Reuters.

Ter verificatie hebben wij dezelfde peergroup geanalyseerd op basis van de IFinancials database die rechtstreeks asset- β 's verstrekt. De 3 tot 5 jaars gemiddelde asset- β 's voor de peergroup liggen tussen 0,68 en 0,71 (gemeten per peildatum 22 mei 2013). Daarbij zijn uitbijters buiten beschouwing gelaten op grond van dezelfde methodiek als gehanteerd door SEO/IViR. De uitkomsten liggen voldoende in lijn met de analyse van SEO/IViR.

5.4. Risicovrije rentevoet

Ten aanzien de risicovrije rentevoet stelt SEO/IViR dat een bandbreedte tussen 2% en 3% voor de hand zou liggen. De ondergrens van deze bandbreedte is gebaseerd op de ontwikkeling van de actuele rente voor 10-jaars staatsobligaties per mei 2013 (vijfmaands gemiddelde). De bovengrens van de bandbreedte is gebaseerd op een langjariger gemiddelde (2009-2012).

De risicovrije rente bestaat uit twee componenten:

De reële rentevoet. De reële rentevoet geeft de positieve tijdsvoorkeur weer en is de ruilverhouding tussen consumptie nu of consumptie op een later moment.

Verwachtingen ten aanzien van de inflatie.

Het risicovrije rendement wordt bij een ondernemingswaardering conform gangbare praktijk afgeleid van het actuele effectieve rendement op langjarige staatsobligaties. De veronderstelling hierachter is dat de kans op een faillissement van de staat nihil wordt geacht.

Gelet op de huidige onrust op de obligatiemarkten, is het goed om nader stil te staan bij de grondslag voor het risicovrije rendement. Na het faillissement van Lehman Brothers was de verwachting dat, als gevolg van de ontstane kredietcrisis, schuldfinanciering significant zou worden teruggebracht (het zogenaamde 'deleveraging'). Dit effect heeft zich slechts ten dele voorgedaan. Weliswaar zijn in de private sector, met name bij de banken, de schuldniveaus teruggebracht, daarentegen zijn in de overheidssector de staatsschulden meer dan evenredig opgelopen. Het karakter van de crisis is daarmee veranderd. Waar oorspronkelijk sprake was van een kredietcrisis (banken waren huiverig om krediet te verstrekken), is nu sprake van een crisis ten aanzien van te hoog opgelopen staatsschulden.

Het rendement op staatsobligaties komt tot stand op de financiële markten. Sedert 2010 worden de financiële markten sterk getekend door zorgen over de schuldniveaus van diverse landen alsmede onzekerheid over het herstel van de economie. Als gevolg hiervan is de rente op staatsobligaties van bijvoorbeeld Griekenland, Spanje en Italië sterk opgelopen.

Er zijn echter ook landen, zoals Nederland en Duitsland, die profiteren van de toegenomen onzekerheid. Beleggers zijn massaal op zoek naar veilige beleggingen: de zogenaamde 'flight to quality'. Staatsobligaties van 'triple-A' landen zijn momenteel zeer gewild en dit heeft een drukkend effect op het rendement op deze staatsobligaties. De lange termijn rente bevindt zich daarmee op een zeer laag niveau (in vergelijking met de laatste decennia).

In mei 2013 bedroeg het effectieve rendement op een 10-jarige Nederlandse staatsobligatie circa 1,69%. De in de geldstroomanalyses van SEO/IViR begrepen inflatieverwachting voor 2013 bedraagt 2,75%. Dit zou een actuele negatieve reële rentevoet impliceren. Wij achten deze reële rentevoet op termijn niet realistisch en niet houdbaar. Het is aannemelijk dat sprake is van een tijdelijk effect als gevolg van de geschetste buitengewone marktomstandigheden. Dit beeld wordt niet anders indien uit wordt gegaan van een langere termijn inflatieverwachting van ca 2% per jaar. De reële rentevoet tendert dan naar nihil.

Wij zien hierin aanleiding om te kiezen voor de bovengrens van de door SEO/IViR aangegeven bandbreedte voor de vermogenskosten. Dit aspect is in het kader van de second opinion besproken met SEO/IViR en heeft geresulteerd in een vaststelling van de risicovrije rentevoet door SEO/IViR van 3%. Wij onderschrijven dit uitgangspunt.

5.5. Kredietrisico

Ten aanzien de kredietopslag hanteert SEO/IViR thans een bandbreedte tussen 2,53% en 4,41%, uitgaande van een asymmetrisch verdeelde veronderstelde ongewijzigde ratingklasse, respectievelijk verslechtering, van de ratingklasse.

Gelet op de ook door SEO/IViR geconstateerde significante verslechtering van de advertentieopbrengsten op de radiomarkt, de berekende negatieve waarde-impact daarvan en de algemene economische ontwikkeling, onderschrijven wij het uitgangspunt van SEO/IViR om uit te gaan van voornoemde asymmetrische verdeling.

5.6. Beoordeling

Wij onderschrijven de door SEO/IViR aangegeven bandbreedte voor de vermogenskosten, zoals vastgesteld op basis van de bestaande methodiek die voor deze second opinion het uitgangspunt is.

6. Advertentie-inkomsten

6.1. Inleiding

De waarde van de vergunningen ten tijde van de verlenging hingen bijzonder nauw samen met de netto advertentie-inkomsten of NAO gedurende de looptijd ervan. Ook in de waarde update voor de vergunning van kavel A7 zijn de NAO een belangrijke factor voor de waarde van de vergunning. SEO/IViR rekent een waardevermindering van € 9,016 miljoen voor ten opzichte van de oorspronkelijke waardering van kavel A7 op basis van de actualisatie van de NAO (en inflatie). Deze actualisatie is het gevolg van de latere startdatum van de vergunning.

Onderstaand zullen wij allereerst ingaan op de bestaande methodiek van SEO/IViR ten aanzien van de NAO. Voorts zullen wij ingaan op de actualisatie van de NAO en onze beoordeling hiervan.

6.2. NAO in de bestaande methodiek

In de bestaande methodiek en ten tijde van de verlenging is de ontwikkeling van de NAO geprognoseerd op basis van de (verwachte) ontwikkeling van het reële bruto binnenlands product (BBP) en de inflatie. Het verband tussen de ontwikkeling van het BBP en de inflatie enerzijds en de NAO anderzijds is afgeleid uit het (veronderstelde) verband tussen deze variabelen gedurende de hieraan voorafgaande periode 1997-2010.⁷ Op basis van dit verband is de groei van de (NAO) voor de periode 2011-2017 geprognoseerd op basis van voorspelling van het BBP en de inflatie gedurende dezelfde periode.

In de bestaande methodiek is uitgegaan van een radioadvertentiemarkt die op termijn structureel 0,25% achterblijft bij de nominale BBP-ontwikkeling. Voorts heeft SEO/IViR verondersteld dat een (sterke) groeivertraging of krimp van het BBP versterkt wordt doorvertaald in de NAO, maar dat laatstgenoemde zich doorgaans in 2 tot 3 jaar herstelt. Dit is gebaseerd op een analyse van de NAO over voornoemde periode, waarin enkele conjunctuurcycli zijn opgenomen.

In de bestaande methodiek betrof het jaar 2010 het meest recente jaar waarover marktdata met betrekking tot de NAO beschikbaar waren. In dat jaar was er sprake van een groei van bijna 5% (waar in het voorgaande jaar 2009 nog sprake was van een uitzonderlijk sterke krimp van 15,7%). De gerealiseerde groei in 2010 was hoger dan de gecombineerde inflatie en groei van het (reële) BBP.

Om deze reden is binnen de bestaande methodiek en ten tijde van de verlenging uitgegaan van een stapsgewijze verlaging van de groei van de NAO tot een niveau van 3,75% in 2013. Aan dit niveau is vervolgens vastgehouden voor de verdere looptijd van de vergunningen, zodat de

⁷ Addendum, pagina 23

NAO structureel 0.25% achter zou blijven bij de ontwikkeling van het nominale BBP (het veronderstelde structurele groeipad).

In de bestaande methodiek en ten tijde van de verlenging resulteerde dit in een geprognosticeerde NAO van € 240,9 mln in 2011 en € 250,6 mln in 2012. De thans bekende realisatiecijfers voor beide jaren zijn hierbij (sterk) achtergebleven, te weten € 232,8 mln in 2011 (-3,4%) en € 217,7 mln in 2012 (-13,1%). Ex-post kan derhalve geconstateerd worden dat sprake is van een grote afwijking. Daarmee is uiteraard niet gezegd dat SEO/IViR in de oorspronkelijke waardering, op basis van de destijds ter beschikking staande documentatie en verwachtingen, niet tot een reële ex-ante inschatting is gekomen. De NAO-ontwikkeling is volatiel en op korte termijn onvoorspelbaar.

6.3. Actualisatie van het groeipad van de NAO

In de waarde update en voor de actualisatie van het groeipad van de NAO is door SEO/IViR uitgegaan van de bestaande methodiek, in het bijzonder de veronderstelde ontwikkeling van de NAO ten opzichte van de nominale bbp-ontwikkeling. SEO/IViR veronderstellen dat de ontwikkeling van de NAO (groei of krimp) zich ook nu in drie jaar herstelt tot het groeipad (nominale bbp-ontwikkeling minus 0,25%).

Ten opzichte van de oorspronkelijke waardering is echter sprake van een belangrijk verschil. Ten tijde van de oorspronkelijke waardering was sprake van een actuele groei van de NAO die (beperkt) hoger lag dan het groeipad. In de interpolatie is deze groei destijds in een aantal stappen teruggebracht tot het niveau van het groeipad.

Bij de waarde update is echter sprake van een omgekeerde situatie; er is sprake van een achterblijvende groei van de NAO ten opzichte van het structurele groeipad. Bovendien is de afwijking met het groeipad thans beduidend groter. De actuele groei van de NAO (voor 2012) is significant negatief (-6,6%). Door SEO/IViR is verondersteld, via interpolatie, dat deze krimp in een aantal stappen zal omslaan in groei om uiteindelijk op het groeipad terecht te komen van 3,25% per jaar. Dit leidt tot een (in nominale termen) veronderstelde aanhoudende krimp in 2013 en een nulgroei in 2014. Bij een verwacht inflatiecijfer van 2,0% in 2014 wordt door SEO/IViR voor dat jaar dus in feite uitgegaan van een krimp in reële termen.

In het met SEO/IViR gevoerde overleg hebben wij aangegeven dat de veronderstellingen van SEO/IViR op dit punt nadere beschouwing verdienen. Ter nadere verificatie en bij wijze van 'sanity check' hebben wij ons georiënteerd op gepubliceerde marktverwachtingen ten aanzien van de advertentieopbrengsten. Daartoe zijn twee bronnen gevonden welke wij hebben gedeeld met SEO/IViR:

- PWC, Entertainment & Media Outlook for the Netherlands 2012-2016, gepubliceerd in oktober 2012
- PWC, Entertainment & Media Outlook for the Netherlands 2013-2017, gepubliceerd in oktober 2013

Een samenvattend overzicht van de marktverwachtingen volgens SEO/IViR en een vergelijking daarvan met de rapportages van PWC, is in onderstaande tabel 2 weergegeven:

Tabel 2: Marktverwachtingen SEO/IViR en PWC voor de periode 2010-2017

Advertentie-inkomsten (x € 1 mln)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Totaal 2013-2017	Vershil t.o.v. SEO											
SEO actualisatie Kavel A7	230,6	232,9	217,7	210,6	210,8	217,7	224,7	232,0	1095,8												
Groei		1,0%	-6,5%	-3,3%	0,1%	3,3%	3,2%	3,2%													
PWC Outlook 2012-2016	231,0	233,0	236,0	240,0	245,0	251,0	257,0		993,0												
Groei		0,9%	1,3%	1,7%	2,1%	2,4%	2,4%														
PWC Outlook 2013-2017	231,0	233,0	222,0	217,0	218,0	220,0	222,0	226,0	1103,0	0,7%											
Groei		0,9%	-4,7%	-2,3%	0,5%	0,9%	0,9%	1,8%													
PWC Outlook 2013-2017, gecorrigeerd voor herzien cijfer	231,0	233,0	217,7	212,8	213,8	215,7	217,7	221,6	1081,6	-1,3%											
Groei		0,9%	-6,6%	-2,3%	0,5%	0,9%	0,9%	1,8%													
Procentuele afwijking t.o.v. Outlook 2013-2017				-1,9%																	
Realisatiecijfers	<table border="1"> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </table>																				
Prognosecijfers	<table border="1"> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </table>																				

Bron: SEO/IViR, PWC

Ter toelichting hierop geldt het volgende.

De PWC-Outlook 2012-2016 is gepubliceerd in oktober 2012 en vormt daarmee informatie die op de door SEO/IViR gehanteerde peildatum van 22 mei 2013 beschikbaar was. In deze outlook zijn de advertentie-inkomsten voor het jaar 2012 geprognosticeerd (€ 236 mln). Dit betrof geen realisatiecijfer. Op peildatum was echter het realisatiecijfer voor 2012 bekend (€ 217,7 mln). Dit realisatiecijfer is nadien bijgesteld tot € 222 mln. Het realisatiecijfer voor 2012 was derhalve lager dan de in de Outlook 2012-2016 opgenomen prognose voor datzelfde jaar.

Het is aannemelijk dat dit eerste prognosejaar mede vertrekpunt is geweest voor de verdere prognose. Op peildatum achten wij de PWC-Outlook 2012-2016 daarom geen redelijke benchmark voor marktverwachtingen.

De PWC-Outlook 2013-2017 is gepubliceerd in oktober 2013 en vormt daarmee informatie die op de door SEO gehanteerde peildatum van 22 mei 2013 niet beschikbaar was. Bij gebrek aan andere relevante documentatie achten wij het desalniettemin zinvol om bij wijze van de 'sanity check' de prognose van SEO te vergelijken met deze outlook. Zoals aangegeven zijn volgens deze outlook de cumulatieve advertentie-inkomsten voor de periode 2013-2017 rond 0,7% hoger dan de prognose van SEO/IViR over dezelfde periode.

Bij deze analyse moet echter worden opgemerkt dat de PWC-Outlook 2013-2017 voor het jaar 2012 uit gaat van het (bijgestelde) realisatiecijfer van € 222 mln. Dit is ongeveer 2% hoger dan het realisatiecijfer zoals dat op peildatum bekend was (€ 217,7 mln). Wij achten het aannemelijk dat het realisatiecijfer vertrekpunt is geweest voor de verdere prognose. Indien deze prognose gebaseerd zou zijn geweest op het aanvankelijk lagere realisatiecijfer, is denkbaar dat ook de prognosecijfers, bij gelijke groeiverwachtingen, op een iets lager niveau zouden hebben gelegen. Indien de PWC-Outlook 2013-2017 hiervoor gecorrigeerd wordt, dan liggen de cumulatieve advertentieopbrengsten over de periode 2013-2017 ca 1,3% onder de prognose

van SEO/IViR (wel is sprake van afwijkingen van jaar tot jaar). Wij merken overigens op dat enige relativering past bij de voorspellingen van PWC. Deze blijken van jaar tot jaar ook flink bijgesteld te kunnen worden.

In hoofdstuk 5 van het rapport verwijst SEO/IViR naar een voorspelling van Zenith Optimedia uit april 2013. De voorspelling van Zenith Optimedia gaat uit van een krimp met -5% in 2013 en -1% in 2014, en een groei van +1% in 2015. De cumulatieve advertentie-inkomsten in deze 3 jaren zouden daarmee op € 618,2 mln komen (uitgaande van advertentie-inkomsten van € 217,7 mln in 2012). De cumulatieve advertentie-inkomsten volgens de methodiek van SEO/IViR voor deze drie jaren bedragen € 639,1 mln. De voorspelling van Zenith Optimedia ligt hier dus ca 3% onder. De voorspelling van PWC 2013-2017 (zoals door ons gecorrigeerd) leidt voor de 3 jaren tot advertentie-inkomsten van € 642,3 mln, nagenoeg gelijk aan de voorspelling van SEO/IViR (€ 639,1 mln).

De voorspelling van Zenith Optimedia uit april 2013 wordt door SEO/IViR in een gevoeligheidsanalyse gebruikt als grondslag voor de ondergrens van de NAO voorspelling. De bovengrens in deze gevoeligheidsanalyse is gebaseerd op realisaties 2012 en 2013 (waarbij het eerste kwartaal 2013 wordt geëxtrapoleerd naar heel 2013), gevolgd door sneller herstel in 2013 conform de PWC-Outlook 2012.

Wij kunnen de toegepaste gevoeligheidsanalyse onderschrijven. Daarbij merken wij op dat de afwijking tussen de bovengrens- en ondergrensvoorspelling relatief beperkt is. De cumulatieve advertentie-inkomsten over de jaren 2013 t/m 2017 volgens het ondergrensscenario zijn circa 4,6% lager dan de voorspelling volgens het bovengrensscenario. Wij wijzen er op dat de variatie in uitkomsten naar verwachting groter zou zijn geweest indien meer bronnen met marktverwachtingen omtrent de ontwikkeling van de advertentie-inkomsten beschikbaar zouden zijn geweest. Dit is inherent aan het volatiele karakter van de advertentiemarkt en de moeilijkheid om betrouwbare voorspellingen te doen. Wij hebben in dit verband reeds gewezen op de bijstelling in de opeenvolgende PWC-prognoses. Ook kan gewezen worden op het recente persbericht van RAB (Radio Advies Bureau) d.d. 14 oktober 2013⁸ dat over het derde kwartaal 2013 een stijging van de netto radioreclamebestedingen meldt van 12% ten opzichte van 2012. De netto radioreclamebestedingen zijn daarmee volgens RAB in het derde kwartaal 2013 weer terug op het niveau van 2011. Het persbericht dateert uiteraard van na de peildatum, maar het toont aan dat de markt volatiel is, ook ten opzichte van eerdere recente voorspellingen.

6.4. Beoordeling

Op grond van onze analyse zijn wij van oordeel, ondanks onze twijfels over de kwantitatieve en kwalitatieve onderbouwing van SEO ten aanzien van de in de actualisatie toegepaste interpolatie, dat de prognose voor de advertentieopbrengsten reëel kan worden geacht. Daarbij

⁸ Zie: <http://www.rab.fm/Nieuws/nieuws-en-persberichten/>

zij opgemerkt dat dit oordeel is gestoeld op gebruikmaking van documentatie die na peildatum is gepubliceerd.

Zoals aangegeven kunnen wij de door SEO/IViR toegepaste gevoeligheidsanalyse onderschrijven. Het verschil tussen de cumulatieve advertentie-inkomsten in het boven- en ondergrensscenario is relatief beperkt. Daarbij merken wij echter op dat gewaakt moet worden voor schijnexactheid. De markt is inherent volatiel en dat maakt het lastig om betrouwbare voorspellingen te doen, ook ten aanzien van mogelijke bandbreedtes.

Zoals aangegeven wordt er in de update niet afgeweken van de eerdere systematiek, en staat de systematiek als zodanig niet ter discussie. Indien er sprake is van reële wijzigingen in de verwachtingen van marktpartijen ten aanzien van de prognose van de NAO die hebben plaatsgevonden tussen 2011 en 2013, dan leidt dit tot een legitieme neerwaartse bijstelling van de waarde van de vergunning. Dat de realisatie is achtergebleven bij de verwachtingen in 2011 en dat dit kan leiden tot een lagere waardering is een legitieme reden om de waardering neerwaarts bij te stellen. De NAO-ontwikkeling is volatiel en op korte termijn onvoorspelbaar.

Volledigheidshalve merken wij op dat wij ons geen oordeel hebben gevormd over de vraag of SEO/IViR in de oorspronkelijke waardering, op basis van de destijds ter beschikking gestelde documentatie en verwachtingen, tot een reële inschatting is gekomen. Een ex-ante over- of onderschatting zou mede een verklaring kunnen geven voor het verschil met de huidige waardering. Door SEO/IViR is in dit verband echter aangegeven dat marktpartijen geen bezwaar hebben gemaakt tegen de in de oorspronkelijke methodiek begrepen prognoses en dat de methodiek correspondeert met signalen uit de markt. Als de realisaties afwijken van op voorhand redelijk geachte voorspellingen, dan behoort dat tot het ondernemingsrisico van partijen. Wij onderschrijven deze visie.

7. Afwijkende omstandigheden

7.1. Inleiding

In hoofdstuk 6 van haar rapport gaat SEO/IViR in op afwijkende omstandigheden die geen onderdeel vormen van het bij de oorspronkelijke waardering gebruikte model. Deze kunnen volgens SEO/IViR van invloed zijn op de actuele waarde van de vergunning voor kavel A7 en op de prijs die thans volgt uit de veiling. SEO/IViR maakt een inschatting van verschillende omstandigheden die mogelijk leiden tot een afwijkende prijs en tracht deze te kwantificeren.

Onderstaand zullen wij ingaan op een aantal factoren waarvan door SEO/IViR wordt verondersteld dat deze van invloed zijn op de actuele waarde van de vergunning voor kavel A7.

7.2. Braak liggen en het effect van een markt in beweging

In hoofdstuk 6 van het rapport gaat SEO/IViR in op braak liggen als afwijkende omstandigheid ten opzichte van de oorspronkelijke waardering. SEO/IViR stelt dat het feit dat kavel A7 enige jaren heeft braak gelegen de waarde van de vergunning voor kavel A7 verminderd zou hebben. Deze waardevermindering is volgens SEO materieel en het effect wordt geschat op ten minste € 2,157 miljoen.

Door het langdurig braak liggen zou de vergunninghouder (van kavel A7) nu een langere tijd nodig hebben om operationeel te worden en bekendheid te vergaren onder luisteraars. Daarnaast zouden additionele marketinginspanningen en -kosten moeten worden gemaakt om in te breken op de bestaande concurrentiestructuur en verdeling van advertentiecontracten en -inkomsten onder huidige vergunninghouders.

Door verschillende partijen is in de consultatie aangegeven dat het langdurig braak liggen van kavel A7 een negatief effect heeft op de waarde van de vergunning. Eén partij heeft aangegeven dat braak liggen niet is meegenomen in de bestaande methodiek en dus ook niet als afwijkende omstandigheid dient te worden meegenomen in de waarde update. Zoals eerder opgemerkt doet dit niet af aan het feit dat braak liggen niet is meegenomen in de oorspronkelijke waardering.

Dat kavel A7 feitelijk niet bespeeld was sinds de verlenging komt *de facto* neer op een niet gemodelleerde waardevermeerdering van de andere kavels ten opzichte van de oorspronkelijke waardering.

De belangrijkste factoren die zouden leiden tot een lagere waarde door braakligging zijn volgens SEO dat de verkrijger van de vergunning een luisterpubliek moet opbouwen en zich een positie moet verwerven op de advertentiemarkt. Ten aanzien van dit tweede punt wordt aangevoerd dat het bezetten van een kavel na braak te hebben gelegen op een moment zou plaatsvinden waarop de luister- en advertentiemarkt niet in "beweging" zou zijn, en luisteraars en adverteerders op zoek moeten gaan naar het nieuwe station.

Dit in tegenstelling tot een reeds bespeeld kavel waar, bij overdracht aan een nieuwe toetreders door SEO verondersteld wordt dat het eenvoudiger is om luisteraars en adverteerders te behouden, en waarbij bijvoorbeeld niet ingebroken moet worden op lopende contracten met adverteerders.

SEO tracht dit effect te kwantificeren en heeft, mede naar aanleiding van ons commentaar op een eerste concept, interviews met twee deskundigen afgenomen. De kwantificering bestaat met name uit het schatten van de extra marketingkosten die benodigd zouden zijn, en uit een schatting van de omzet die een toetreders op een onbespeeld kavel zou mislopen ten opzichte van een nieuwe toetreders die een bespeeld kavel zou innemen.

Dat er sprake is van een materieel negatief effect op de waarde van een kavel doordat het meerdere jaren niet is gebruikt achten wij, met SEO, aannemelijk.

Daarbij past echter wel de aantekening dat er geen overtuigend bewijs voorhanden is waaruit blijkt dat het inderdaad moeilijker is om luisteraars te binden en adverteerders aan te trekken indien een kavel onbespeeld was. Met andere woorden, het negatieve effect lijkt, mede gelet op de zienswijzen in de consultatie, een redelijke aanname. Praktijkvoorbeelden en empirisch onderzoek ten aanzien van het bestaan van het effect ontbreken echter.

Zoals SEO ook zelf opmerkt maakt dit de kwantificering onzeker. Er is immers geen vergelijkingsmateriaal (zoals vertrouwelijke bedrijfsspecifieke gegevens) voorhanden op grond waarvan het effect op basis van bijvoorbeeld een regressieanalyse direct geschat kan worden. Dit is geen kritiek op de poging die SEO doet om tot een kwantificering te komen, maar geeft aan dat elke schatting inherent onzeker is.

Omdat braak liggen in het oorspronkelijke model niet is meegenomen (en ook niet meegenomen kon worden) zijn wij het met SEO eens dat hiermee rekening moet worden gehouden bij de update van de waardering.

Ten aanzien van de kwantificering van het effect van braak liggen blijven wij om bovengenoemde redenen twijfels houden bij de omvang van het effect. SEO/IViR gaat uit van een negatief effect van ten minste € 2,157 miljoen, mede omdat in de interviews een groter effect wordt verondersteld. Wij zien echter geen aanleiding om te veronderstellen dat het hier om een minimumscenario zou gaan. Kwantificering van het (aannemelijke) effect is onzeker en de omvang van het effect zou dus ook lager of hoger kunnen zijn dan door SEO/IViR voorgesteld. Daarbij merken we gelijk op niet over een betere schattingsmethode te beschikken. Er is geen empirisch materiaal voorhanden dat een directe schatting mogelijk maakt.

Dit leidt tot de conclusie dat de update van de waardering *binnen* het model leidt tot een waarde die ligt aan de bovenkant van het spectrum waarin de werkelijke waarde van de vergunning zich bevindt.

8. Eindoordeel

Voor ons eindoordeel beantwoorden we de vragen die aan ons zijn gesteld in het kader van het opstellen van een second opinion.

Is het SEO/IViR onderzoek zorgvuldig uitgevoerd in termen van logische en realistische aannames en rekenstappen, nodig om te komen tot een actuele waardebeoordeling?

Ja, dit geldt voor de factoren die betrekking hebben op de actualisatie binnen de bestaande systematiek.

Het effect van de factor braak liggen is door SEO/IViR buiten het bestaande model berekend. Ten aanzien van deze factor merken we op dat aannemelijk is, in lijn met de visie van SEO/IViR, dat dit tot een negatieve correctie moet leiden. Wij zijn echter van oordeel dat de omvang van deze correctie niet goed is vast te stellen en wij achten de kwantificering van deze correctie onzeker.

Zijn de ingediende zienswijzen voldoende gewogen en waar nodig op een correcte wijze opgenomen in de uiteindelijke methodiek?

Ja.

Zijn uiteindelijk gekozen variabelen die zijn meegenomen in de actuele waardebeoordeling van kavel A7 voldoende kwantitatief en/of kwalitatief onderbouwd?

Ja. Ten aanzien van het buiten het model berekende factor braak liggen verwijzen wij naar voorgaand antwoord.

Is zodoende de aanpak voor het berekenen van de actuele waarde van kavel A7, gegeven de eerder gekozen methodiek, zorgvuldig, transparant en controleerbaar uitgevoerd?

Ja.

Kan het ministerie, naar oordeel van de Opdrachtnemer, op basis van het voorliggende adviesrapport van SEO/IViR de actuele waarde van kavel A7 vaststellen?

Ja, in elk geval voor wat betreft de waarde die volgt uit de actualisering van het model. Zoals aangegeven is aannemelijk dat de waarde lager ligt als gevolg van het braak liggen. Dit effect is door SEO/IViR buiten het model berekend. De afslag op de waarde die hieruit zou volgen is naar ons oordeel niet goed vast te stellen en de kwantificering daarvan is onzeker. Zoals opgemerkt beschikken wij niet over een betere schattingsmethode. Er is geen empirisch materiaal voorhanden dat een directe schatting mogelijk maakt.

A.1 Bronnen

SEO/IViR rapporten:

- Waarde commerciële radiovergunningen, SEO Economisch Onderzoek, juni 2010
- Addendum waarde commerciële radiovergunningen, SEO Economisch Onderzoek, maart 2011
- Bijstelling waarden landelijke stations, SEO Economisch Onderzoek, december 2011
- Update waarde kavel A7, SEO Economisch Onderzoek, juli 2013
- Actuele waarde van kavel A7 (concept), SEO Economisch Onderzoek, oktober 2013
- Actuele waarde van kavel A7 (concept), SEO Economisch Onderzoek, november 2013
- Verwerking reacties consultatie Waarde A7 (concept), SEO Economisch Onderzoek, oktober 2013
- Peer group tbv WACC berekening Actuele Waarde A7 (concept), SEO Economisch Onderzoek, oktober 2013
- Uitwerking interview (John Koster) m.b.t kwantificeren marketinguitgaven en verminderde inkomsten braakliggend kavel, SEO Economisch Onderzoek, oktober 2013
- Uitwerking interview (Quinten Heller) m.b.t kwantificeren marketinguitgaven en verminderde inkomsten braakliggend kavel, SEO Economisch Onderzoek, oktober 2013

Zienswijzen:

- Vier zienswijzen uit de consultatie ten aanzien van de waarde update.

Zienswijzen (uit eerdere consultatie):

- Reactie Vereniging NLCR op de conceptrapportage "Waarde commerciële radiofrequenties", Vereniging Niet Landelijke Commerciële Radio-omroepen, februari 2010
- Reacties namens de VCR: Waarde commerciële radiofrequenties, conceptrapportage SEO, Martijn Banga, februari 2010
- Brief Radio Advies Bureau, februari 2010
- Brief Bond van Adverteerders, februari 2010
- Brief Platform media-adviesbureaus, februari 2010

Overige bronnen:

- Verwachte stijging radio-omzet in 2011 3%, RAB Persbericht, 26 april 2011
- PWC Entertainment & Media Outlook voor de periode 2013-2017
- PWC Entertainment & Media Outlook voor de periode 2012-2016