

RESERVEPRIJS VEILING COMMERCIEËLE RADIOLICENTIES

EINDRAPPORT



atlas research

seo • economisch onderzoek

AUTEURS

MARCO KERSTE, ADAM KUCZYNSKI, JOOST POORT EN BERT TIEBEN

IN OPDRACHT VAN

MINISTERIE VAN ECONOMISCHE ZAKEN EN KLIMAAT

AMSTERDAM, NOVEMBER 2022

Samenvatting

Voor de veiling van de landelijke commerciële radiovergunningen is een reserveprijs nodig. Dit rapport berekent deze reserveprijzen als een percentage van de geschatte waarde per pakket van een landelijke FM- en DAB+-vergunning. Bij deze berekening is rekening gehouden met de verandering in de marktordening waarin het aantal geclausuleerde pakketten wordt terugbracht van vijf naar twee.

Vraagstelling en methode

Dit rapport bevat het advies van SEO/IViR/Atlas voor de reserveprijzen in de veiling van de gekoppelde FM- en DAB+-vergunningen voor landelijke commerciële radio (hierna: 'vergunning' of 'pakket'). Voor het bepalen van de reserveprijzen is met de eerder door SEO/IViR ontwikkelde methodiek de waarde voor een nieuwkomer bepaald van de vergunningen met een duur van twaalf jaar en startdatum 1 september 2023. De waarde is contant gemaakt naar de startdatum van de nieuw uit te geven vergunningen.

Het voorspelmodel voor de bedrijfsopbrengsten is geactualiseerd op basis van nieuwe marktdata, verkregen in een uitvraag aan de vergunninghouders. Daarnaast zijn alle inputvariabelen geactualiseerd voor zover nieuwe informatie daarover beschikbaar was. Concreet gaat het daarbij om de cpi, de reële groei en prijspeilontwikkeling van het BBP, ontwikkeling van de netto advertentieopbrengsten in de gehele radiomarkt, de WACC, de toezichtkosten van het Commissariaat voor de Media en de tarieven en grens voor de vennootschapsbelasting. In de kavelkenmerken zoals het demografisch bereik en opstelpunten zijn geen wijzigingen voorzien. Ten slotte is de impact van de nieuwe marktordening - na het verdwijnen van drie van de vijf clausuleringen - op de waarden ingeschat.

Actualisatie voorspelmodellen

Gelet op de korte doorlooptijd van het onderzoek en het verzoek te komen tot een reserveprijs als input voor de veiling, heeft actualisatie van de voorspelmodellen ten opzichte van de modellen in 2017 zich primair gericht op het model van de som der bedrijfsinkomsten. Dit model heeft verreweg de grootste impact op de waarde en is mogelijk beïnvloed door de tussenliggende coronapandemie. Daarnaast strekt actualisatie hiervan zich impliciet ook tot de andere modellen, omdat de meeste variabelen meebewegen met de bedrijfsinkomsten.

Om het model voor de bedrijfsopbrengsten te actualiseren is een uitvraag gedaan bij de huidige vergunninghouders. Met uitzondering van Talpa hebben alle landelijke vergunninghouders aan deze uitvraag gehoor gegeven. Het model voor de som der bedrijfsinkomsten is vervolgens herschat met medeneming van de nieuw ontvangen data, wat de modelkwaliteit heeft verhoogd en geen aanleiding gaf tot een afwijkende modelspecificatie. Wel zijn bij wijze van gevoeligheidsanalyse alternatieve modellen geschat, waarbij sterk afwijkende datapunten (*outliers*) uit de dataset zijn verwijderd. Deze alternatieve modellen leiden tot (aanzienlijk) hogere inkomsten en licentiewaarden maar zijn niet als voorkeursscenario geaccepteerd omdat deze het risico van *survival bias* introduceren: het weglaten van (vooral) datapunten van stations met een korte levensduur, zou een te rooskleurig beeld van het inkomstenpotentieel voor een efficiënte toetreders kunnen geven.

Actualisatie WACC

De *weighted average cost of capital* (WACC) wordt gebruikt om toekomstige kasstromen uit te drukken in euro's van de startdatum van de vergunningsperiode. De in eerdere SEO/IViR rapporten uiteengezette methodiek om de WACC (en onderliggende variabelen) te bepalen, wordt ook hier gevolgd. Op basis van de thans beschikbare informatie bedraagt de WACC 4,39 procent.

Voor de WACC is ten behoeve van de gevoeligheidsanalyse gewerkt met een opslag van ruim 30 procent op de gehanteerde waarde, resulterend in een WACC van 6,0 procent als indicatie voor een maximale bovengrens.

Actualisatie platformverdeling

De landelijke radiostations zijn niet alleen via de ether (FM/AM en DAB+ samen) te beluisteren, maar ook via andere platforms zoals internet, kabel en satelliet. Bij de verlengingen in 2011, 2017 en 2022 is ervoor gekozen de waarde van de businesscase van de exploitatie van een radiostation op basis van het luisteraandeel toe te kennen aan de diverse platforms. Dat gebeurt ook nu weer.

In een analyse van de meest actuele luistercijfers en diverse rapporten hierover, is onder andere gekeken naar de bruikbaarheid van de cijfers uit 2020-2021 – mede vanuit het perspectief van de coronapandemie – naar de cijfers uit 2022 en de impact van reisgedrag, en de rol van en verdere verwachtingen over de stijging van internetgebruik. Concluderend wordt er ten behoeve van de reserveprijzen op geanticipeerd dat de recente afname van het marktaandeel van FM en DAB+ ten gunste van internet zich gestaag voortzet en wordt uitgegaan van een gemiddeld marktaandeel van FM en DAB+ samen van 55,0 procent. In werkelijkheid zal het aandeel daar de eerste jaren naar verwachting boven liggen, en in de latere jaren mogelijk eronder. In de gevoeligheidsanalyse wordt de gevoeligheid voor het basis-scenario getoond voor een etheraandeel van 50 en 58,5 procent.

Marktordening

Bij de nieuwe uitgifte zullen drie van de vijf clausuleringen verdwijnen. Alleen de clausuleringen nieuws (vergunning A4) en Nederlandstalig (vergunning A9) blijven bestaan. Dat impliceert dat de thans geclausuleerde vergunningen A2, A5 en A8 bij de nieuwe uitgifte ongeclausuleerd zullen zijn. Dat heeft een direct effect op de waarde van deze vergunningen, maar kan ook een indirect effect op de waarde van de andere ongeclausuleerde vergunningen hebben. De methodiek die is gehanteerd om deze wijziging van de marktinzichting te modelleren is als volgt:

- Als referentiescenario is allereerst de waarde van alle vergunningen bepaald met de geactualiseerde kasstroommodellen en inputvariabelen, uitgaande van de huidige marktordening en dus met de clausuleringen zoals die tot de nieuwe uitgifte golden.
- Om te komen tot een bovengrens voor de waarden wordt vervolgens aangenomen dat de extra inkomsten van de vergunninghouder van A2, A5 en A8 als gevolg van het wegvallen van de clausuleringen op deze vergunningen niet kannibaliseren op de inkomsten van de andere vergunningen. Hiertoe worden de hogere waarden van de voorheen geclausuleerde vergunningen A2, A5 en A8 nu als ongeclausuleerde vergunningen bepaald met dezelfde modellen als in het referentiescenario. De combinatie van de waarden van A1, A3, A4, A6, A8 en A9 uit de eerste stap en A2, A5 en A7 uit de tweede stap geldt als bovengrens van de waarden.
- Om te komen tot een ondergrens voor de waarden wordt uitgegaan van 100 procent kannibalisatie, waarbij het wegvallen van de clausuleringen louter leidt tot een meer homogene verdeling van dezelfde totale opbrengsten tussen de houders van de zeven ongeclausuleerde vergunningen. Hiertoe is de waarde van de zeven ongeclausuleerde vergunningen bepaald terwijl de totale inkomsten van deze vergunningen in ieder jaar zijn gemaximeerd op die in het referentiescenario. Met andere woorden: de inkomsten van de ongeclausuleerde vergunningen zijn in ieder jaar en voor ieder pakket met eenzelfde factor verlaagd, zodanig dat de som van de inkomsten van deze pakketten gelijk is aan die in het referentiescenario.

- Voor de keuze binnen de geschetste onder- en bovengrens is vervolgens vastgesteld dat de cumulatieve waarde van de zeven ongeclausuleerde stations in de nieuwe marktordening minimaal de waarde moet hebben van de som van de waarde van deze zelfde stations in het referentiescenario. Het zou immers niet logisch zijn als door het verdwijnen van clausuleringen (en dus beperkingen aan de vrijheid van vergunninghouders) de totale waarde van deze stations zou afnemen. Dit minimale niveau wordt bereikt bij een kannibalisatiegraad van 44 procent. Omdat het ontbreekt aan aanwijzingen wat een reële kannibalisatiegraad is, tussen 0 en 44 procent, die volgt op de nieuwe marktordening, wordt hier conservatief uitgegaan van de genoemde 44 procent.

Resultaten

Tabel S.1 bevat de berekende waarde van de licenties voor een nieuwkomer conform de bovenstaande uitgangspunten. Deze waarden lopen op uiteen van € 26,4 miljoen voor pakket A3 tot een waarde nihil voor de geclausuleerde pakketten A4 en A9. De totale waarde van de negen licenties bedraagt volgens deze berekening ruim € 122 miljoen.

Tabel S.1 Waarde van de te veilen pakketten (in € duizend)

	A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7	A8	A9	Totaal
Waarde	€ 25.712	€ 13.865	€ 26.359	-	€ 7.987	€ 25.401	€ 19.155	€ 4.393	-	€ 122.873

Bron: SEO/IViR/Atlas

Tabel S.2 bevat de gevoeligheidsanalyse. Hierin zijn opgenomen een hogere waarde van de WACC (6 procent) en de bandbreedte voor de platformverdeling. Een hogere WACC leidt tot lagere licentiewaarden. Deze blijven echter positief voor alle ongeclausuleerde pakketten. Bij de ondergrens voor de platformverdeling resulteren ook lagere licentiebedragen; bij de bovengrens nemen de waarden toe. In Tabel S.3 zijn de reserveprijzen berekend. Tabel S.2 laat zien dat de gevoeligheden in alle gevallen ruim boven de reserveprijzen blijven: de gevoeligheden leiden er dus niet toe dat de berekende waarde per pakket significant lager uitvallen dan de reserveprijzen. De gevoeligheidsanalyse is daarom geen reden om af te wijken van de in Tabel S.1 opgenomen berekende waarden.

Tabel S.2 Gevoeligheidsanalyse (licentiewaarde per pakket in € duizend)

	A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7	A8	A9	Totaal
6,0% WACC	€ 21.737	€ 11.278	€ 22.333	-	€ 6.074	€ 21.440	€ 15.962	€ 2.959	-	€ 101.783
50% ether	€ 23.412	€ 12.626	€ 24.003	-	€ 7.264	€ 23.128	€ 17.433	€ 3.996	-	€ 111.861
58,5% ether	€ 27.322	€ 14.735	€ 28.009	-	€ 8.494	€ 26.993	€ 20.360	€ 4.671	-	€ 130.583

Bron: SEO/IViR/Atlas

Reserveprijzen

Een reserveprijs dient in een veiling over het algemeen uiteenlopende doelen zoals het waarborgen van een realistische veilingopbrengst, het tegengaan van collusie en het weren van niet-serieuze bidders. Ook het versnellen van het veilingverloop kan (afhankelijk van het veilingmodel) een doelstelling zijn van de reserveprijs. Deze doelstellingen hebben een opwaarts effect op de reserveprijs. Daar tegenover staan de risico's van een te hoge reserveprijs. Het meest in het oog springende risico is dat de reserveprijs zo hoog is dat de veiling 'mislukt' en een

goed onverdeeld blijft. Een hoge reserveprijs kan bovendien bieders ontmoedigen die wel degelijk serieus zijn. Het bepalen van de reserveprijs vraagt dus uiteindelijk weging van deze belangen.

De reserveprijs wordt doorgaans vastgesteld op basis van een afslag op de verwachte waarde van het te veilen spectrum. SEO/IViR/Atlas concluderen dat een reserveprijs 60 procent van de geschatte waarde van het spectrum het meest in de rede ligt. Dit percentage past bij een situatie waarin de uitgevende instantie relatief zeker is over de waarde van het spectrum terwijl stilzwijgende collusie een reëel risico is – bijvoorbeeld als gevolg van een (naar verwachting) klein aantal gegadigden. Deze situatie is van toepassing op de markt voor commerciële radio waarin zeven ongeclausuleerde pakketten worden geveild onder een naar verwachting beperkt aantal gegadigden. Voor de twee geclausuleerde pakketten is het aantal geïnteresseerde partijen mogelijk nog kleiner. Deze partijen zijn bovendien onderdeel van een beperkt aantal concerns.

Tabel S.3 bevat de geadviseerde reserveprijzen per pakket.

Tabel S.3 Reserveprijzen per pakket (in € duizend)

	A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7	A8	A9
Verwachte marktwaarde	€ 25.712	€ 13.865	€ 26.359	-	€ 7.987	€ 25.401	€ 19.155	€ 4.393	-
Geadviseerde reserveprijs	€ 15.427	€ 8.319	€ 15.816	-	€ 4.792	€ 15.241	€ 11.493	€ 2.636	-

Bron: SEO/IViR/Atlas

Voor de twee geclausuleerde pakketten (A4 en A9) is de waarde van de licentie niet positief. Voor deze pakketten kan het met het oog op een efficiënt veilingverloop van belang zijn niet-serieuze bieders te weren. Dat kan door het introduceren van een 'small but significant reserve price'. Echter, de waarborgsom van € 1,5 miljoen die conform de veilingregeling is vereist, is naar onze inschatting afdoende om dit doel te bereiken, zodat deze pakketten zonder reserverprijs kunnen worden geveild.

Inhoudsopgave

Samenvatting		i	
1	Inleiding	1	
2	Modellen en variabelen	3	
	2.1	Uitgangspunten	3
	2.2	Voorspelmodellen	3
	2.3	Netto advertentie-opbrengsten (NAO) en inflatie	6
	2.4	WACC	8
	2.5	Verdeling over platforms	15
	2.6	Afdrachten	18
	2.7	Marktordening	19
3	Kasstroomanalyse	21	
	3.1	Uitkomsten basismodel	21
	3.2	Gevoeligheidsanalyse	21
4	Reserveprijzen	22	
Literatuur		24	

1 Inleiding

Dit rapport adviseert over de reserveprijzen in de veiling van de landelijke commerciële radiovergunningen. De reserveprijs wordt per pakket van een landelijke FM- en DAB+-vergunning bepaald als een percentage van de geschatte licentiewaarde.

Achtergrond

Op 26 augustus 2022 publiceerde het ministerie van Economische Zaken en Klimaat het verlengbaarheidsbesluit inzake landelijke commerciële radiovergunningen. Dit besluit regelde de verlenging van de vergunning voor landelijke commerciële radiovergunningen met 3 jaar per 1 september 2022. De verlenging werd noodzakelijk geacht in verband met de sterke terugval in advertentie-inkomsten door de Covid-19-pandemie in 2020. Commerciële radiostations zijn sterk afhankelijk van deze advertentie-inkomsten.

Dit besluit tot verlengen is aangevochten door Kink FM. Op 20 juli 2022 heeft de rechtbank Rotterdam het verlengbaarheidsbesluit vernietigd en bepaald dat de Minister uiterlijk met ingang van 1 september 2023 tot vergunningverlening over moet gaan (ECLI:NL:RBROT:2022:5958). In navolging van deze uitspraak zullen de vergunningen voor landelijke commerciële radio binnenkort worden geveild. Bij de veiling zal een reserveprijs worden gehanteerd. Een reserveprijs is de minimumprijs waarvoor een frequentievergunning verkocht wordt. Deze prijs wordt derhalve als startprijs gehanteerd in de eerste ronde van de veiling.

Vraagstelling

Het ministerie van Economische Zaken en Klimaat heeft SEO Economisch Onderzoek, UVA IViR en Atlas Research gevraagd te adviseren of een reserveprijs voor de veiling nodig is. Bij een bevestigend antwoord, is de vraag welke reserveprijzen gehanteerd moeten worden. In de veiling zal gekoppeld spectrum per 1 september 2023 voor een duur van 12 jaar worden aangeboden, waarbij wordt uitgegaan van 9 analoge FM-vergunningen die gekoppeld worden aan 9 eenheden digitaal frequentiespectrum (DAB+) met een kwaliteit van 128 kb/s. De gekoppelde FM- en DAB+-vergunningen duiden we hierna aan als de te veilen "pakketten".¹

Bij het advies moet rekening worden gehouden met de verandering in de eisen aan de te veilen pakketten. Nu is nog sprake van vier ongeclausuleerde pakketten en vijf geclausuleerde pakketten, maar drie van die vijf clausuleringen zullen vervallen. In de veiling worden zeven ongeclausuleerde landelijke pakketten geveild en twee geclausuleerde landelijke pakketten (Nieuws en Nederlandstalig, conform het advies van het onafhankelijke Adviescollege Radio). De ingebruiknameverplichting blijft daarbij ongewijzigd. Daarnaast wordt in dit advies rekening gehouden met het advies van de ACM over de veiling. Dit advies betreft onder meer de gebruiksbeperking. Het veilingmodel is gebaseerd op het advies van Auctiometrix.

Methode

De reserveprijs wordt per pakket bepaald als een percentage van de geschatte licentiewaarde. Een belangrijk deel van dit rapport is daarom de berekening van de licentiewaarde van een vergunning met een duur van 12 jaar. Voor het schatten van de licentiewaarde bestaan verschillende methoden zoals de kostenbenadering, marktbenadering

¹ Zie ook de definitie in artikel 2 van de *Regeling aanvraag en veilingprocedure landelijke commerciële FM-radio-omroep 2023* (versie voor de consultatie).

en kasstroombenadering.² Voor dit onderzoek gebruiken SEO/IViR/Atlas de kasstroombenadering. Deze methode is door SEO/IViR/Atlas gebruikt in de eerdere waarderingsonderzoeken en is bovendien in hoger beroep geaccepteerd door het College van Beroep voor het bedrijfsleven.³

Centraal in het kasstroommodel ontwikkeld door Kerste *et al.* (2016) staat de vraag wat een pakket netto zou opleveren voor een efficiënte toetreder voor de gehele vergunningsduur. Het model schat zodoende de kasstromen per jaar en per pakket voor een efficiënte toetreder. De (contante) som van de verschillende kasstromen over de vergunningsperiode (kosten, inkomsten, investeringen en desinvesteringen) is de waarde van de vergunning voor een efficiënte toetreder.

Bij de waardebepaling houden we rekening met de onzekerheid in de ontwikkeling van de diverse variabelen. In de gevoeligheidsanalyse analyseren we de robuustheid van de resultaten door na te gaan in welke mate de uitkomsten afhankelijk zijn van veranderingen in de gebruikte variabelen.

Vervolgens formuleert dit rapport het advies voor de reserveprijzen in de veiling. Hiervoor bepalen we de afslag van de waarde. Voor dit onderdeel kijken we naar de rol van reserveprijzen in veilingen in theorie en praktijk. Veel recente spectrumveilingen maken gebruik van een reserveprijs. Hierbij hanteert men vaak een percentage van de verwachte waarde van het spectrum.

Leeswijzer

De opzet van het rapport is als volgt. Hoofdstuk 2 bespreekt de gebruikte regressiemodellen en de variabelen die zijn gebruikt voor de berekening van de waarden van de te veilen pakketten. Hoofdstuk 3 bevat de kasstroomanalyse voor de waardering. Hoofdstuk 4 bespreekt of een reserveprijs nodig is voor de veiling, en hoe deze reserveprijs zich in dit geval dient te verhouden tot de berekende waarde van de licenties. Omdat deze vragen met elkaar samenhangen en vervolgens gecombineerd met de uitkomsten direct resulteren in geadviseerde reserveprijzen, wordt de voorvraag of een reserveprijs nodig is pas in dat laatste hoofdstuk (bevestigend) beantwoord.

² Zie: Poort *et al.* (2010), *Waarde commerciële radiovergunningen*, SEO-rapport 2010-06, Amsterdam.

³ Zie: ECLI:NL:CBB:2016:374.

2 Modellen en variabelen

Dit hoofdstuk bespreekt de voorspelmodellen en de actualisering van de variabelen die nodig zijn voor de waardering van de radiovergunningen. Dit betreft de kenmerken van de voorspelmodellen en de gebruikte inputgegevens zoals de bedrijfsopbrengsten en exogene variabelen zoals de WACC.

2.1 Uitgangspunten

Centraal in de waarderingsmethodiek ontwikkeld in Poort *et al.* (2010, 2011) en Kerste *et al.* (2016) staat de vraag wat een vergunning netto zou opleveren voor een efficiënte toetreders voor de gehele vergunningsduur. We bepalen de verwachte waarde van de vergunningen op basis van de voorspelde netto kasstromen voor een hypothetische gemiddeld efficiënte toetreders bij een vergunningsduur van 12 jaar. Met voorspelmodellen schatten we de inkomsten, kosten en (des-)investeringen per pakket voor de gehele vergunningsduur. De resulterende netto kasstromen maken we vervolgens contant op de startdatum van de verlengingsperiode (1 september 2023).

We gebruiken daarbij hoofdzakelijk de voorspelmodellen ontwikkeld voor de waardering van de verlenging van 2017-2022 (Kerste *et al.*, 2016). Alleen het model voor de bedrijfsopbrengsten is geactualiseerd (zie paragraaf 2.2.1). We updaten voorts alle exogene variabelen en corrigeren naar het prijsniveau van 2023.

2.2 Voorspelmodellen

2.2.1 Regressies

Kerste *et al.* (2016) maken gebruik van regressiemodellen om de kasstromen te voorspellen. Dit gebeurt aan de hand van twee stappen. Ten eerste stellen Kerste *et al.* (2016) op basis van (vertrouwelijke) data van vergunninghouders vast welke jaar- en kavel-specifieke kenmerken significant samenhangen met de verschillende kosten en inkomsten in de periode 2009-2015. De variabelen met een 'verklarende' waarde in de periode 2009-2015 gebruiken zij vervolgens om de verschillende kasstromen in de periode 2017-2022 te voorspellen.

Gelet op de korte doorlooptijd van het onderzoek en het verzoek te komen tot een reserveprijs als input voor de veiling, heeft actualisatie van de voorspelmodellen ten opzichte van de modellen uit Kerste *et al.* (2016) zich primair gericht op het model van de som der bedrijfsinkomsten. Dit model heeft verreweg de grootste impact op de waarde en is mogelijk beïnvloed door de tussenliggende coronapandemie. Daarnaast strekt actualisatie hiervan zich impliciet ook tot de andere modellen, omdat de meeste variabelen meebewegen met de bedrijfsinkomsten.

Om het model voor de bedrijfsopbrengsten te actualiseren is op 2 september 2022 een uitvraag gedaan bij de huidige vergunninghouders. Met uitzondering van Talpa hebben alle landelijke vergunninghouders aan deze uitvraag gehoor gegeven. Het model voor de som der bedrijfsinkomsten is vervolgens herschat met medeneming

van de nieuw ontvangen data, wat de modelkwaliteit heeft verhoogd⁴ en geen aanleiding gaf tot een afwijkende modelspecificatie.⁵ Wel zijn bij wijze van gevoeligheidsanalyse alternatieve modellen geschat, waarbij sterk afwijkende datapunten (*outliers*) uit de dataset zijn verwijderd. Deze alternatieve modellen leiden tot (aanzienlijk) hogere inkomsten en licentiewaarden, maar zijn niet als voorkeursmodel geaccepteerd omdat deze het risico van *survival bias* introduceren: het weglaten van (vooral) datapunten van stations met een korte levensduur, zou een te rooskleurig beeld van het inkomstenpotentieel voor een efficiënte toetreder kunnen geven.

Tabel 2.1 geeft het geactualiseerde voorspelmodel weer voor de som der bedrijfsopbrengsten. De clausuleringsdummies in de tabel zijn niet afkomstig uit de geactualiseerde regressie, maar uit de ijking met de uitkomsten van de vergelijkende toets uit 2003, zoals uitgevoerd en beschreven in Kerste *et al.* (2016). Voor de voorspelmodellen voor de kostencomponenten wordt verwezen naar het overzicht in Kerste *et al.* (2021), p. 15-16.

Tabel 2.1 $\ln(\text{Som der bedrijfsopbrengsten} / \text{NAO hele markt} / \text{Demografisch bereik})$

Variabele	Coefficient
$\ln(\text{Aantal jaren actief per einde jaar})$	0,502
Clausulering pakket A2	-0,156
Clausulering pakket A4	-0,833
Clausulering pakket A5	-0,733
Clausulering pakket A8	-0,490
Clausulering pakket A9	-0,789
Constante	-0,743

Bron: SEO/IViR/Atlas (2022) en Kerste *et al.* (2016), clausuleringsdummies Tabel 6.3

2.2.2 Synergiefactor

Bij de waardering in 2016 is rekening gehouden met de verruiming per 1 januari 2016 van de geldende eigendomsbeperkingen. Het verwachte effect van de verruiming op de waarde van de vergunningen, i.c. de synergie-effecten hiervan, is in BCCF (2016) vastgesteld als fractie van de totale kosten. Kerste *et al.* (2016) berekenden aan de hand van de bevindingen in BCCF (2016) een gemiddeld synergie-effect van 0,119 procent als fractie van de gemiddelde kosten en implementeerden deze voor de pakketten met een positieve waarde.

ACM heeft op 14 november 2022 het ministerie van Economische Zaken en Klimaat geadviseerd over de gebruiksbeperking bij de veiling van de landelijke vergunningen voor commerciële radio.⁶ Thans geldt een

⁴ De herberekening resulteert in een hogere 'within' R^2 , en een gelijke 'between' en 'overall' R^2 ten opzichte van de voorgaande schattingen. Daarnaast ligt de p-waarde voor de coëfficiënt die het effect van het aantal jaren dat een station actief is meet nu niet alleen onder de 5%, maar ook onder de 1%. Ook de constante wordt met nog grotere zekerheid geschat, met een bijbehorende toename in de t-waarde van -12,50 naar -15,64.

⁵ Pogingen om de inkomsten van de stations van Talpa te imputeren aan de hand van de recente luistercijfers en een vergelijking van luistercijfers en inkomsten uit eerdere jaren bleken geen robuuste resultaten op te leveren.

⁶ ACM (2022), *Advies inzake voorgenomen veiling van frequenties landelijke analoge en digitale commerciële radiovergunningen*, Den Haag.

gebruiksbeperking van 4 FM-vergunningen. De ACM ziet serieuze risico's voor de mededinging, gelet op de hoge marktaandelen voor Talpa Radio (op de radiomarkt) en OMS (op de radioadvertentiemarkt). De ACM weegt daarbij dat de concurrentiekracht van een partij op deze markt grotendeels bepaald wordt door het aantal frequentiekavels dat een partij in bezit heeft. Bovendien is de drempel om actief te worden op de radiomarkt volgens ACM "zeer hoog" door de lange duur van de vergunningen. De ACM adviseert daarom om de gebruiksbeperking aan te scherpen van vier naar maximaal drie frequentiekavels (ongeacht geclausuleerd of ongeclausuleerd) in bezit van één partij.

Deze aanpassing is voor SEO/IViR/Atlas aanleiding om de 'synergiefactor' niet langer toe te passen. Aangezien de kasstroommodellen hoofdzakelijk gebaseerd zijn op marktgegevens uit de jaren waarin maximaal twee vergunningen mochten worden gecombineerd, en voor de latere jaren afkomstig zijn van vergunninghouders waar dat de facto het geval was, geven de modellen daarmee een licht conservatieve inschatting van de waarde in de toekomstige jaren, waarin drie vergunningen mogen worden gecombineerd.

2.2.3 Afschrijftermijn

We hanteren een afschrijftermijn voor non-distributie activa van vijf jaar, ongeacht de looptijd van de vergunning. De termijn is gebaseerd op de data-uitvraag van Kerste *et al.* (2016), en deze geeft geen aanleiding om voor genoemde activa een langere afschrijftermijn te hanteren bij een langere vergunningsduur. Zodoende dient er bij een langere vergunningsduur na vijf jaar te worden geherinvesteerd in nieuwe activa. De overige uitgangspunten uit Kerste *et al.* (2016) blijven gehandhaafd.

2.2.4 Demografisch bereik

Het demografisch bereik bepaalt in belangrijke mate de kosten en inkomsten per kavel en per jaar. In de voorgaande rapportage werd er tot 2022 gebruik gemaakt van berekeningen van het AT, waarna werd aangenomen dat het demografisch bereik gelijk zou blijven aan de meest recente observatie uit januari 2021. Sinds dit laatste rapport hebben er geen veranderingen plaatsgevonden in het demografisch bereik per kavel. We veronderstellen daarom dat het demografisch bereik per kavel per jaar gelijk blijft aan de meest recente waarde, uit 2021. Tabel 2.2 toont de gehanteerde waarden voor elk kavel voor de gehele licentieperiode.

Tabel 2.2 Demografisch bereik per kavel en jaar gebruikt in de waardering

	A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7	A8	A9
2023-2035	71,47%	60,21%	71,40%	66,77%	55,59%	77,22%	64,01%	50,05%	60,43%

Bron: Kerste *et al.* (2021), Tabel 3.8

2.2.5 Kavelkenmerken met betrekking tot distributie

Ook de andere kavelkenmerken zijn sinds de vorige rapportage ongewijzigd gebleven. Ter referentie toont Tabel 2.3 de gehanteerde gemiddelde zendmasthoogte per kavel en het aantal zendmasten per kavel voor de gehele licentieduur. De gegevens hiervoor zijn door het AT verstrekt ten behoeve van Kerste *et al.* (2021).

Tabel 2.3 Het aantal opstelpunten en gemiddelde hoogte van opstelpunten per kavel

Kavel	Aantal opstelpunten	Gemiddelde hoogte opstelpunten (m)
A1	22	107
A2	23	105
A3	19	115
A4	24	105
A5	28	100
A6	29	99
A7	17	101
A8	16	110
A9	25	95

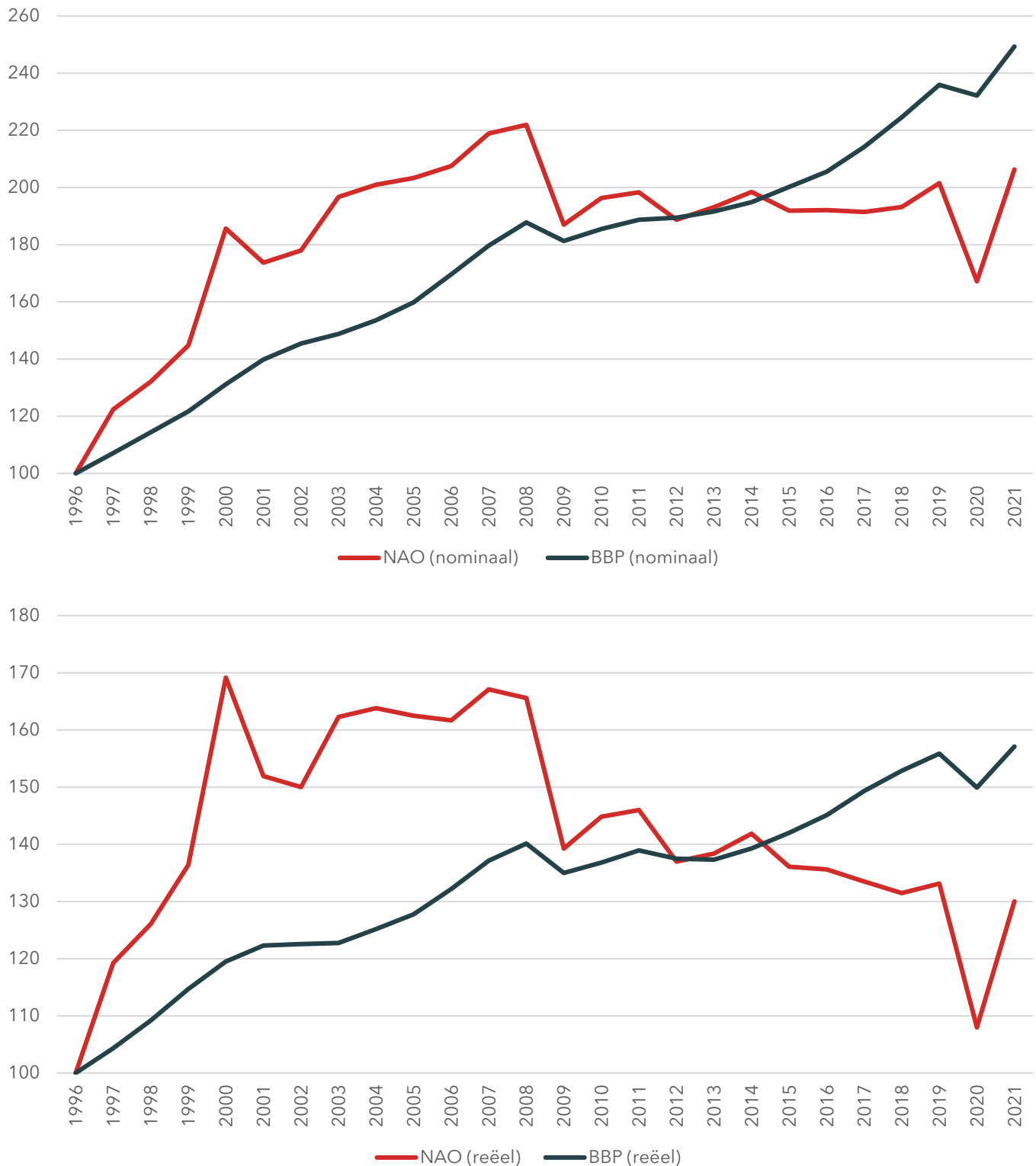
Bron: Kerste *et al.* (2021), Tabel 3.9

2.3 Netto advertentie-opbrengsten (NAO) en inflatie

Figuur 2.1 laat zien dat netto advertentie-opbrengsten (NAO) in de gehele radiomarkt zich tussen 1996 en 2008 gunstiger ontwikkelden dan het bbp. Na de financiële crisis kromp de radio-advertentiemarkt in 2009 met zo'n 16 procent, om vervolgens weer op het bbp-pad terecht te komen. Tussen 2009 en 2019 zijn de bestedingen met wat schommelingen ongeveer gelijk gebleven in nominale termen, terwijl het bbp zich positief ontwikkelde. In reële termen is de NAO derhalve geleidelijk afgenomen (onderste figuur). In 2020 was er een forse krimp van 17 procent onder invloed van de covid-crisis, die zowel voor de NAO als voor het bbp in omvang sterk vergelijkbaar is met de krimp als gevolg van de financiële crisis. De NAO nam in 2021 toe met 23 procent, waardoor deze weer boven het niveau van 2019 uit kwam. In 2021 waren de netto bestedingen in de radiomarkt afgerond €206 miljoen.⁷

⁷ <https://rab.radio/news/109/6/170-miljoen-euro-radioreclame-in-2020/>. Sinds 2018 rapporteert het RadioAdvies Bureau (RAB), dat de cijfers verzamelt, de netto-netto bestedingen na aftrek van mediakortingen. De indexcijfers in de figuur zijn ook historisch teruggerekend naar deze grondslag.

Figuur 2.1 Indexcijfers NAO en BBP (1996-2021), nominaal (boven) en reëel (onder)



Bron: SEO/IViR/Atlas op basis van RAB (2008-2021), CBS (2022).

Ten behoeve van de *Quickscan Noodverlenging commerciële radiovergunningen* werden prognoses opgesteld voor de netto-advertentieopbrengsten (NAO) voor de jaren 2020-2025. Deze zijn in Vlaanderen *et al.* (2022)

gevalideerd en geactualiseerd. Omdat in die actualisatie reeds de meest recente jaarcijfers van de radio-advertentiemarkt zijn betrokken (de cijfers over 2021) wordt het voorspelmodel onveranderd toegepast, gebruik makend van de meest actuele realisaties en prognoses voor de ontwikkeling van het bbp.

Om vanuit dit model tot voorspellingen voor de radiomarkt te komen, zijn prognoses nodig voor de ontwikkeling van het (nominale) BBP. De cijfers hiervoor zijn afkomstig uit de midellange termijn ramingen van het CPB (maart 2022). De relevante waarden alsook de resulterende nominale NAO staan weergegeven in Tabel 2.4.

Tabel 2.4 Voorspellingen NAO 2023-2035

Jaar	Reële BBP-ontwikkeling	Prijs BBP	Nominale BBP-ontwikkeling	NAO (in miljoen €)
2023	1,7%	3,0%	4,8%	€ 213,8
2024	2,0%	2,5%	4,5%	€ 216,9
2025	1,7%	2,5%	4,2%	€ 218,9
2026	1,4%	2,2%	3,6%	€ 218,7
2027	1,2%	2,1%	3,3%	€ 218,9
2028	1,2%	2,1%	3,3%	€ 220,1
2029	1,2%	2,1%	3,3%	€ 221,3
2030	1,2%	2,1%	3,3%	€ 222,5
2031	1,2%	2,1%	3,3%	€ 223,7
2032	1,2%	2,1%	3,3%	€ 224,9
2033	1,2%	2,1%	3,3%	€ 226,1
2034	1,2%	2,1%	3,3%	€ 227,4
2035	1,2%	2,1%	3,3%	€ 228,6

Bron: SEO/IViR/Atlas en CPB (2022).

2.4 WACC

Met de discontovoet worden bedragen verdisconteerd naar een eerder (of later) moment in de tijd. Deze wordt ook wel aangeduid als de *weighted average cost of capital*, oftewel de WACC. De WACC is in het onderhavige onderzoek nodig om toekomstige kasstromen uit te drukken in euro's van de startdatum van de vergunningsperiode. De in eerdere SEO/IViR/Atlas rapporten (Poort, Kerste et al. 2010 en 2011 en Kerste et al., 2016) uiteengezette methodiek om te WACC te bepalen wordt ook hier gevolgd.

De WACC geeft het door vermogensverschaffers geëiste rendement weer en is gedefinieerd als een gewogen gemiddelde van de kostenvoeten van eigen en vreemd vermogen, met een veronderstelde vermogensstructuur als basis voor de wegingsfactor:

$$\text{WACC} = \% \text{ eigen vermogen} \times \text{kostenvoet eigen vermogen} + \% \text{ vreemd vermogen} \times \text{kostenvoet vreemd vermogen}$$

In aansluiting op het kasstroomschema dat is opgesteld in lopende prijzen (nominaal) wordt ook een nominale WACC gehanteerd.

Net als bij eerdere verlengingen wordt bij de berekening van de kostenvoet van het eigen vermogen (*cost of equity*) van een bedrijf uitgegaan van het gangbare *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). De meeste specialisten op het gebied van bedrijfswaardering gebruiken dit model en in Nederland wordt het CAPM bijvoorbeeld ook gehanteerd door de ACM.

Uitgangspunt bij het CAPM is dat het geëiste rendement op eigen vermogen gelijk is aan de risicovrije rentevoet plus een risicopremie. Die risicopremie is gelijk aan de marktrisicopremie (het verschil tussen het rendement op een brede marktportefeuille en de risicovrije rentevoet), vermenigvuldigd met een factor voor de beweeglijkheid (volatiliteit) van de specifieke aandelen ten opzichte van de marktindex, de bèta.

In formulevorm:

$$\text{kostenvoet eigen vermogen} = \text{risicovrije rentevoet} + \text{bèta} \times \text{marktrisicopremie}$$

De kostenvoet van het vreemd vermogen wordt berekend als de risicovrije rentevoet plus een opslag. Daarnaast wordt de aftrekbaarheid van rente meegenomen door deze nominale rente te verminderen met de belastingdruk. De rente die werkelijk betaald wordt is immers de nominale rente minus het percentage dat van de fiscus weer ontvangen wordt.

In formulevorm:

$$\text{kostenvoet vreemd vermogen}^8 = (\text{risicovrije rentevoet} + \text{opslag})(1 - \text{belastingdruk})$$

Peildatum

De WACC wordt gebruikt om kasstromen te verdisconteren in de tijd. De relevante licentietermijn is van 1 september 2023 tot 1 september 2035. Kasstromen in elk vergunningsjaar worden met behulp van de WACC contant gemaakt naar het startmoment van de licentie per 1 september 2023.

De WACC wordt vastgesteld op basis van de thans beschikbare informatie, en dient zo veel als mogelijk representatief te zijn voor de gehele vergunningsperiode. Hieronder wordt ieder van de onderliggende variabelen vastgesteld op basis van de meest recente, beschikbare gegevens om te komen tot een WACC op basis van de in eerdere SEO/IViR/Atlas rapporten uiteengezette methodiek.⁹

Risicovrije rentevoet

De risicovrije rente is het rendement op kapitaal in een risicovrije investering. Net zoals bij eerdere verlengingen wordt het rendement op staatsobligaties als proxy voor het risicovrije rendement genomen, meer specifiek de rente op de jongste Nederlandse tienjaars-staatsobligaties.

⁸ Dit is na belastingen.

⁹ Voor het verzamelen en updaten van informatie is 14 november als uiterste datum aangehouden. Waar relevant wordt in de respectievelijke paragrafen aangegeven indien informatie eerder is verzameld.

In beginsel is het uitgangspunt daarbij de rentestand in de laatste vier jaar evenals de actuele renteontwikkeling.¹⁰ Over de laatste 4 jaar tot en met oktober 2022 is de gemiddelde rentestand 0,15 procent. De gemiddelde rente in de zes maanden tot en met 7 november is 1,71 procent. Gegeven de recente geopolitieke en financieel-economische ontwikkelingen, met mogelijke invloed op de renteverwachtingen, is het de vraag of deze waarden een bestendig beeld representeren voor de vergunningsperiode.

De rente was tot het begin van 2022 historisch laag, maar is gedurende 2022 sterk gestegen. Dit heeft met name te maken met het monetaire beleid van de Europese Centrale Bank (ECB), als gevolg van sterk toenemende inflatie. De Nederlandsche Bank (DNB) stelt dat de economie met een negatieve aanbodschok te maken heeft.¹¹ Aanvoerketens zijn verstoord, waardoor er schaarste is ontstaan voor grondstoffen en halffabricaten. Tevens heeft de Russische inval van Oekraïne tot hogere energieprijzen geleid, doordat de Europese Unie voor een groot deel afhankelijk is van Rusland voor de toevoer van fossiele brandstoffen. Zowel de verstoorde aanvoerketens als de stijgende energieprijzen dragen bij aan de toename van de inflatie. Om de inflatie te beteugelen heeft de ECB in 2022 haar monetair beleid aangepast.

Waar tot eind 2021 nog sprake was van een expansief monetair beleid is dit sinds 2022 omgedraaid. Zo is de rente voor de drie ECB basistarieven in juli 2022 met 0,5 procentpunt gestegen, en in september 2022 nogmaals met 0,75 procentpunt verhoogd. In november 2022 zijn deze basisrentetarieven opnieuw met 0,75 procentpunt verhoogd. De waarden voor de basisherfinancieringstransacties, de rentetarieven voor de marginale beleningsfaciliteit, en de depositofaciliteit bedragen als gevolg van rentestijgingen respectievelijk 2,00 procent, 2,25 procent en 1,50 procent. De ECB heeft bekend gemaakt dat er geen nieuwe aankopen zijn gemaakt binnen de bestaande opkoopprogramma's. Wel worden vrijvallende investeringen nog tot ten minste eind 2024 herbelegd.¹² Ook elders in de wereld voeren Centrale Banken een restrictief beleid. Zo heeft de Federal Reserve (Fed) in de Verenigde Staten de rente dit kalenderjaar meerdere keren verhoogd, waardoor de *federal funds rate* sinds maart 2022 via vijf verhogingen is gestegen naar 3,00-3,25 procent.

Tegelijk met de stijgende rente van de ECB neemt ook de kapitaalmarktrente toe gedurende 2022. Figuur 2.2 laat zien hoe deze rente zich sinds het begin van 2022 heeft ontwikkeld voor de jongste 10-jarige Nederlandse staatsobligaties. Deze rente was op 1 januari nog 0,00 procent maar bedroeg op 31 oktober 2,41 procent.

¹⁰ In voorgaande rapporten waren de rentestanden gebaseerd op jaarstanden gerapporteerd door DNB. DNB is na januari 2022 gestopt met het publiceren van deze datareeks. In dit rapport wordt daarom gebruik gemaakt van de rentereeksen voor Nederlandse staatsobligaties zoals gepubliceerd door het Agentschap van de Generale Thesaurie (Ministerie van Financiën, DSTA).

¹¹ DNB (2022), Hoge inflatie, maar context anders dan in de jaren zeventig, 28 juli 2022.

¹² ECB (2022), Monetairbeleidsbeslissingen, 8 september 2022.

Figuur 2.2 Nederlandse kapitaalmarktrente is sinds eind december gestegen



Bron: MTS (2022)

Op basis van openbare ramingen is het lastig een eenduidig beeld over de verwachting voor de rente op middellange termijn te geven. Bronnen die met expliciete, onderbouwde verwachtingen komen zijn schaars en, kijkend naar cijfers van DNB en enkele grootbanken, deze lopen sterk uiteen. Hierbij lijkt de rente-ontwikkeling vanaf half september de markt verrast te hebben, gezien de sterke stijging in de tijd van de weergegeven verwachtingen.

Tabel 2.5 Ramingen voor de risicovrije rente van DNB, ABN en ING.

Datum van raming	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
DNB	6/2022	1,37%	1,41%	1,44%	1,47%	1,49%	1,52%	1,53%	1,57%
ABN	1/9/2022	1,45%	1,35%	1,20%	1,35%	1,60%			
ING	6/10/2022	2,60%	2,10%	2,05%	2,15%	2,15%	2,25%	2,65%	

Bron: DNB (2022), ABN (2022) en ING (2022).

Volgens de ramingen van de ECB¹³ komt de inflatie gemiddeld uit op 8,1 procent in 2022, 5,5 procent in 2023 en 2,3 procent in 2024. De ECB verwacht dus dat de inflatie in 2024 dicht in de buurt zal liggen van de doelwaarde van 2 procent. Dit is grofweg ook terug te zien in de weergegeven rente-verwachtingen, waarbij de rente afvlakt na de forse stijging in 2022.

Dit zou betekenen dat de rente naar verwachting gedurende de eerste één tot twee vergunningsjaren afvlakt en zich in het grootste deel van de vergunningsduur meer 'regulier' zal ontwikkelen vanuit die afvlakking. Dit zou ook in lijn zijn met een tijdelijk effect van verstoorde aanvoerketens en stijgende energieprijzen, als gedeeltelijke verklaring voor de huidige inflatie. Het is daarbij nog de vraag of de risicovrije rente vervolgens stabiliseert rondom de meest recente verwachtingen per Q2 2024 of snel afneemt richting een bestendig niveau op basis van de

¹³ ECB (2022), Monetairbeleidsbeslissingen, 8 september 2022.

historische gemiddelden. Omdat het grootste deel van de vergunningsduur na de afvlakking ligt, en dus na terugkeer naar een meer 'regulier' patroon, ligt het voor de hand uit te gaan van de reguliere, in de vorige rapporten toegepaste methodiek voor het vaststellen van de risicovrije rente op basis van historische gemiddelden maar daarbij wel rekenschap te geven van de meeste recente ramingen als startpunt richting het bestendige niveau. Gegeven het 4-jaarsgemiddelde (0,15 procent), het gemiddelde over de afgelopen 6 maanden (1,71 procent) en de meest recente verwachtingen door ING per Q2 2024 (2,65 procent), wordt uitgegaan van een bandbreedte van 0,0 procent tot 2,5 procent en een midpuntschatting van 1,25 procent.

Marktrisicopremie

De marktrisicopremie (MRP) is het verschil tussen het rendement op een brede marktportefeuille en de risicovrije rentevoet, de rente op staatsleningen. Net als in voorgaande rapporten wordt daarbij zowel de historische als de vooruitkijkende MRP in ogenschouw genomen.¹⁴

Voor de historische MRP wordt uitgegaan van Dimson (2022). De historische MRP over de periode 1900-2021 is gelijk aan 2,90 procent.

Tabel 2.6 De vooruitkijkende MRP is licht gedaald.

	Maandbasis		Jaarbasis
1-11-2022	5,48%	2022	
1-2-2022	4,56%	2021	4,24%
1-2-2021	4,63%	2020	4,72%

Bron: Damodaran online, berekeningen van *Implied Equity Risk Premium*

De vooruitkijkende MRP op maandbasis is gestegen ten opzichte van de waarde in de vorige rapportage uit 2022. De waarde op jaarbasis voor 2022 is nog niet bekend, maar aangenomen mag worden dat ook die zal zijn gestegen. Tussen 2020 en 2021 is de vooruitkijkende MRP op jaarbasis gedaald.

Op basis van een historische MRP van 2,90 procent en een vooruitkijkende MRP van 5,48 procent op maandbasis (en een naar verwachting gelijkwaardig vooruitkijkend niveau op jaarbasis), wordt aangenomen dat de MRP ligt tussen de 2,9 en 5,5 procent en wordt uitgegaan van 4,25 procent.

Verhouding vreemd versus totaal vermogen

De kapitaalstructuur betreft de mate waarin een onderneming activiteiten met eigen of vreemd vermogen financiert. In de WACC-berekening wordt de leverage – de mate waarin activiteiten met vreemd vermogen zijn gefinancierd – gebruikt om de kostenvoet van het vreemd vermogen en het eigen vermogen te wegen naar rato van het aandeel van de desbetreffende financieringscategorie. De leverage wordt tevens toegepast bij het releveren van de bèta (zie hieronder).

Bij het bepalen van de leverage is in 2010, 2011 en 2016, 2021 en 2022 gebruik gemaakt van een peer group van bedrijven voor wie radio een belangrijk onderdeel van de activiteiten is. Op basis van dezelfde methodiek als bij eerdere verlengingen komt de leverage van de peer group uit op 59,5 procent (zie Tabel 2.7).

¹⁴ Voor een nadere toelichting, en definitie van de gehanteerde variabelen, zij verwezen naar de voorgaande rapporten.

Tabel 2.7 De gemiddelde asset bèta is 0,46.

Bedrijf	Leverage 2021 (D/E)	Leverage 2021 (D/D+E)	Equity bèta	Asset bèta
Beasley Broadcast Group, Inc	1,9	0,6	1,12	0,47
Corus Entertainment Inc.	2,2	0,7	1,85	0,71
Entercom Communications Corp.	4,2	0,8	1,44	0,35
Klassik Radio AG	1,3	0,6	0,64	0,30
Modern Times Group AB	0,8	0,4	1,18	0,74
NRJ Group SA	0,3	0,3	0,41	0,33
SAGA communications Inc	0,3	0,2	0,39	0,33
Salem media group	1,9	0,7	1,31	0,55
Sirius XM Radio Inc.	-4,9	1,0	0,93	(-0,36)*
Atresmedia Crprcn de Mds de Cmncn SA	1,6	0,6	0,84	0,39
Grupo Media Capital SGPS SA	2,1	0,7	1,26	0,48
Gemiddeld	1,6	0,595	1,03	0,46

Bron: SEO/IViR/Atlas op basis van Yahoo Finance; Equity bèta's per bedrijf zijn verzameld per november 2022 en deze zijn omgezet in een asset bèta per bedrijf op basis van de boekwaarde leverage voor elk van de bedrijven per 2021 alsook van de belastingtarieven uit 2021. Vergeleken met de peer group uit de vorige rapportage is Emmis communications niet meer beursgenoteerd en dus weggefallen. *In lijn met de methodiek in voorgaande rapporten is Sirius XM Radio Inc. niet meegenomen in het gemiddelde voor de bèta omdat het eigen vermogen negatief is; bij het bepalen van de gemiddelde leverage is de waarde op 1 gesteld.

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.

Net als in voorgaande rapporten wordt bij het bepalen van de bèta gebruik gemaakt van openbare bèta's van bedrijven in een 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. Hiervoor is dezelfde systematiek gebruikt als in eerdere verlengingsstudies.

Tabel 2.3 geeft de voor elk bedrijf verzamelde equity bèta's en de leverage die gebruikt is om deze te corrigeren tot de benodigde asset bèta's. Het gemiddelde van de asset bèta's komt uit op 0,46. Op basis van deze gemiddelde asset bèta en de eerder vastgestelde leverage van 59,5 procent resulteert een equity bèta voor de Nederlandse radiosector van 0,98.

Kredietrisico en kostenvoet vreemd vermogen

In de kosten voor vreemd vermogen wordt een opslag opgenomen ten opzichte van de risicovrije rente als beloning voor het kredietrisico. Het kredietrisico wordt idealiter bepaald aan de hand van openbare informatie over het kredietrisico voor bedrijven met vergelijkbare activiteiten en een vergelijkbaar risicoprofiel. Om de risicocategorie

voor een bedrijf te bepalen wordt veelal gebruikgemaakt van waarderingen door bijvoorbeeld Standard & Poor's (S&P).

De beschikbare ratings die zijn verzameld in 2022 zijn weergegeven in Tabel 2.8. Ten opzichte van het voorgaande rapport uit 2022 is de rating van Entercom Communications Corp. veranderd van B naar CCC+, de rating van Beasley Broadcast Group, Inc. veranderd van B- naar CCC+ en de rating van Salem Communications veranderd van CCC+ naar B-, waardoor de gemiddelde rating licht is afgenomen. Net als in de voorgaande rapportage wordt daarom uitgegaan van een rating tussen de B- en BB-, maar met een gemiddelde net boven ratingniveau B.

Tabel 2.8 De gemiddelde rating ligt iets boven B

Bedrijf	Land	2022
Beasley Broadcast Group, Inc	USA	CCC+
Entercom Communications Corp.	USA	CCC+
Sirius XM Radio Inc.	CA	BB
Corus Entertainment Inc.	CA	BB
Salem Communications	USA	B-

Bron: SEO /IViR/Atlas op basis van ratings van S&P per maart 2021 en Kerste *et al.*, (2016).

De renteopslagen horend bij verschillende ratingklassen zijn tussen 2021 en 2022 afgenomen. Zie Tabel 2.9 voor de exacte waarden per ratingklasse. Een rating tussen B- en BB- op basis van Damodaran (2022) komt overeen met een bandbreedte voor de renteopslag tussen de 2,6 en 4,6 procentpunt. Uitgegaan wordt van een renteopslag van 3,75 procentpunt, net onder de renteopslag voor een rating B.

Tabel 2.9 BB- tot B- correspondeert met een rente-opslag van 2,6 tot 4,6 procent

Rating	Rente-opslag per 1-2021	Rente-opslag per 1-2022
Ba2/BB	2,77%	2,15%
Ba3/BB-	3,50%	2,60%
B1/B+	4,05%	3,15%
B2/B	4,86%	3,78%
B3/B-	5,94%	4,62%
Caa1/ CCC+	7,50%	7,05%

Bron: Damodaran (2022), opslagen per 1-2022

Vaststelling van de WACC

Tabel 2.10 geeft een samenvatting van de vastgestelde inputvariabelen voor de huidige WACC.

Tabel 2.10 De huidige WACC bedraagt 4,39 procent.

Variabele	Waarde
Risicovrije rente	1,25%
Equity bèta	0,98
Marktrisicopremie	4,25%
Kostenvoet eigen vermogen	5,40%
Krediet risicopremie	3,75%
Belastingvoet ¹⁵	25,8%
Kostenvoet vreemd vermogen	5,00%
Kostenvoet vreemd vermogen, na belasting	3,71%
Leverage D/(D+E)	59,5%
Nominale WACC	4,39%

Bron: SEO /IVIR/Atlas

Uit Tabel 2.6 blijkt dat de WACC op basis van de meest recente gegevens 4,39 procent bedraagt. Bij het verdisconteren van kasstromen wordt gebruik gemaakt van deze WACC.

Gevoeligheidsanalyse WACC

Voor de WACC wordt ten behoeve van de gevoeligheidsanalyse gewerkt met een opslag van ruim 30 procent bovenop de gehanteerde waarde, resulterend in een WACC van 6,0 procent als indicatie voor een maximale bovengrens.¹⁶

2.5 Verdeling over platforms

De landelijke radiostations zijn niet alleen via de ether (FM/AM en DAB+ samen) te beluisteren, maar ook via andere platforms zoals internet, kabel en satelliet. Dit betekent dat de waarde die stations genereren, en die in dit rapport wordt berekend op basis van regressiemodellen, tot stand komt via verschillende platforms. De te verlengen licenties hebben echter slechts betrekking op de ether. Voor de prijs van de verlenging is dan ook alleen dat deel van de waarde relevant dat wordt gegenereerd via de ether. Daartoe moet de berekende totale waarde worden toebedeeld aan de ether.

Bij de verlenging in 2011 en in 2017 en ook in Kerste *et al.* (2021) en Vlaanderen *et al.* (2022) is ervoor gekozen de waarde van de businesscase van de exploitatie van een radiostation op basis van het luisteraandeel toe te kennen aan de diverse platforms. Dat gebeurt ook nu weer. In 2011 is verondersteld dat 60 procent van de luistertijd via de ether plaatsvindt (FM/AM en DAB+ samen). Voor de verlenging per 2017 is op basis van het toen beschikbare cijfermateriaal voor FM en DAB+ uitgegaan van 55,6 procent in 2015 aflopend naar 50,0 procent in 2022. In Kerste *et al.* (2021) bleek die verwachting op basis van nieuwe cijfers een onderschatting en is op basis van nieuwere cijfers

¹⁵ De vennootschapsbelasting is per 2022 verhoogd naar 25,8 procent, en die waarde wordt gezien als bestendig voor de vergunningsperiode.

¹⁶ Ter illustratie: de gehanteerde bovengrens ligt net boven het niveau dat zou resulteren door het toepassen van de bovenkant van de bandbreedte voor de risicovrije rente (2,5% in plaats van 1,25%) en het gelijktijdig hanteren van de opslagen per 1-2021 voor de renteopslag, resulterend in een renteopslag van 4,75% in plaats van 3,75%.

uitgegaan van een constant blijvend marktaandeel van FM en DAB+ samen van 63,0 procent. Onderstaand worden de cijfers tot en met 2021 die daaraan ten grondslag lagen besproken en aangevuld met cijfers over de eerste drie kwartalen van 2022, waarna het rekenkundig uitgangspunt voor de platformverdeling gedurende de looptijd van de nieuw uit te geven vergunning wordt geformuleerd.

Cijfers tot en met 2019

De meest uitvoerige bron voor cijfers over de platformverdeling van radio-luistertijd is de Audiomonitor van het Nationaal Luisteronderzoek. Uit de Audiomonitor van 2017 en 2019 blijkt dat de cijfers die ten behoeve van de verlenging in 2017 zijn gehanteerd een onderschatting gaven van de blijvende rol van de ether voor de radio. Het luisteraandeel van DAB+ bedroeg in 2015 nog 2 à 3 procent (Kerste *et al.* 2016, paragraaf 4.3), maar was in 2017 toegenomen tot circa 5 procent en in 2019 tot ongeveer 11 procent. Tegelijk bleef het luisteraandeel van FM (en AM) relatief hoog. Het is sinds 2015 nauwelijks afgenomen, ondanks de toename van DAB+ en zowel in 2017 als in 2019 bedroeg het 52 procent.¹⁷

Na de FM is internet het meest populaire distributieplatform: in 2019 was het internet goed voor 20 procent van het luistervolume, tegenover 19 procent in 2017 en 15 procent in 2015. De kabel en DSL waren samen goed voor 13 procent in 2019, tegenover 20 procent in 2017 en 24 procent in 2015.¹⁸ De groei van DAB+ komt dus de laatste jaren vooral van kabel en DSL en niet van FM/AM. Het is te verwachten dat de inbouw van DAB+-ontvangers in nieuwe auto's wel ten koste zal gaan van het aandeel van FM: op grond van de Europese Elektronische Communicatie Code zijn nieuwe auto's met een ingebouwde radio sinds ruim een jaar verplicht geschikt voor digitale etherradio.¹⁹

In 2017 was het aandeel van FM/AM plus DAB+ samen volgens de Audiomonitor dus 57 procent (52 procent plus 5 procent). Voorts gaf 5 procent aan niet te weten via welk platform werd geluisterd. Van de luistertijd waarvan het platform *wel* bekend was, liep in 2017 dus naar schatting 57 procent/95 procent = 60,0 procent via de ether. Het geschatte marktaandeel van FM en DAB+ in **2017** komt daarmee op **57~60,0 procent**.

In 2019 was het aandeel van FM/AM plus DAB+ samen volgens de Audiomonitor 63 procent (52 procent plus 11 procent), waarbij 4 procent 'Anders/weet niet' aangaf. Van de luistertijd waarvan het platform *wel* bekend was, liep in 2019 dus 63 procent/96 procent = 65,6 procent via de ether. Het geschatte marktaandeel van FM en DAB+ in **2019** komt daarmee op **63~65,6 procent**.

Cijfers na 2019

Sinds 2019 is geen nieuwe editie van de Audiomonitor beschikbaar. Wel zijn van het Nationaal Luister Onderzoek meer grofmazige cijfers beschikbaar over de platformverdeling van de luistertijd in 2020, 2021 en de eerste drie kwartalen van 2022. In deze cijfers wordt slechts onderscheid gemaakt tussen FM/kabel (58,1 procent in 2020; 54,0 procent in 2021; 48,4 procent in de eerste drie kwartalen van 2022), internet (24,5 resp. 28,3 en 33,1 procent), DAB+ (11,2 resp. 13,2 en 14,1 procent), anders/weet niet en onbekend (samen 6,2 resp. 4,6 en 4,4 procent).

FM en kabel zijn in die meting dus samengevoegd, waardoor het niet goed mogelijk is er een precies aandeel van FM uit af te leiden. Wel is het mogelijk een schatting te maken van het deel dat via de kabel radio luisterde en zo het aandeel FM af te leiden. De kabel kan analoog of digitaal beluisterd zijn, al is de analoge kabel in steeds grotere

¹⁷ <https://nationaalluisteronderzoek.nl/audiomonitor-slides/#page-content> i.c.m. Kerste *et al.* (2016), p. 37.

¹⁸ Een groep van 4% (2019) resp. 5% (2017) en 5% (2015) weet niet via welk platform hij of zij luistert.

¹⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?qid=1586790353114&uri=CELEX:32018L1972>.

delen van het land afgeschakeld. In de meting van 2019 had 'analoge kabel' een marktaandeel van 5 procent en 'digitale tv' (waaronder zowel de digitale kabel als tv over het netwerk van KPN vallen) een marktaandeel van 8 procent: samen 13 procent. In 2019 had de kabel een marktaandeel van 47 procent in de markt voor vast breedband thuis en een marktaandeel van 54 procent in de markt voor televisieaansluitingen (Autoriteit Consument & Markt 2020). In de eerste helft van 2022 was dat 44 respectievelijk 52~53 procent (Autoriteit Consument & Markt 2022). Derhalve zal toen ongeveer de helft, dus zo'n 6,5 procent radio hebben geluisterd via de kabel (analoog of digitaal). Als alle analoge kabelluisteraars zijn overgestapt op de digitale kabel, is de kabel nog altijd goed voor 6,5 procent en ligt het aandeel FM dan dus zo'n 6,5 procentpunt lager dan het aandeel van FM en kabel samen.²⁰

FM en DAB+ samen komen dan op ongeveer:

- 57 procent in 2017 (zoals hierboven reeds berekend)
- 63 procent in 2019 (zoals hierboven reeds berekend)
- 62,8 procent in 2020 (58,1 + 11,2 - 6,5 procent)
- 60,7 procent in 2021 (54,0 + 13,2 - 6,5 procent)
- 56,0 procent in 2022 (48,4 + 14,1 - 6,5 procent).

Gecorrigeerd voor het percentage dat 'anders/weet niet/onbekend' antwoordt, komt dat voor de luistertijd waarvoor het platform bekend is op:

- 60,0 procent in 2017
- 65,5 procent in 2019
- 67,0 procent in 2020 (62,8 / (100 - 6,2))
- 63,6 procent in 2021 (60,7 / (100 - 4,6))
- 58,5 procent in 2022 (56,0 / (100 - 4,4))

Duiding en uitgangspunten voor berekeningen

Volgens bovenstaande cijfers kwam het aandeel van de FM en DAB+ samen in de eerste drie kwartalen op 58,5 procent en was het daarmee lager dan in de andere metingen vanaf 2017. Daarbij moet worden aangetekend dat voor het berekenen van de cijfers voor 2020-2022 meer aannames gemaakt moesten worden dan voor 2017 en 2019. Zo is het goed denkbaar dat de geschatte 6,5 procent die via de kabel radio luisterde in werkelijkheid lager is geworden doordat dit luistergedrag thuis is verschoven naar het internet: 58,5 procent lijkt vanuit dat gezichtspunt dan ook een ondergrens voor 2022.

Ook is het zo dat de cijfers over de coronajaren 2020-2021 minder representatief zijn voor toekomstige jaren, omdat veel mensen thuis werkten en derhalve minder in de auto zaten, waar ze in de meeste gevallen radio zouden hebben geluisterd via de FM of DAB+. Het thuiswerkadvies gold nog tot 15 maart 2022²¹ en ook sindsdien zijn mensen meer thuis blijven werken dan voor de pandemie. Onderzoek van het Kennisinstituut voor Mobiliteitsbeleid met veldwerk in mei van dit jaar wees uit dat werknemers ook na het afschaffen van het thuiswerkadvies *ruim tweemaal* zoveel thuiswerkten als voor de pandemie. Op langere termijn verwachtten ze wel weer meer naar kantoor te gaan, maar nog altijd *tweemaal* zoveel thuis te werken als voor de pandemie (Haas *et al.*, 2022). Dat suggereert dat de cijfers over 2022 voor wat het reisgedrag betreft het meest representatief zijn voor de toekomst, met de kanttekening dat

²⁰ Dat is naar verwachting een overschatting van het aandeel kabel en dus een onderschatting van het aandeel FM, gezien het feit dat VodafoneZiggo zijn analoge radioluisteraars migratie naar FM als gratis alternatief aanbiedt. Zie: <https://www.ziggo.nl/klantenservice/televisie-radio/alles-over-radio>.

²¹ <https://www.rivm.nl/gedragsonderzoek/tijdlijn-maatregelen-covid>.

het woonwerk-verkeer ten opzichte van deze cijfers nog iets zal aantrekken, wat naar verwachting leidt tot een iets hoger aandeel van FM en DAB+.

Opvallend is verder de toename van het aandeel van internet in de jaren 2020-2022. Ten opzichte van 2019 valt dit goed te verklaren door het toegenomen thuiswerken en tot en met het eerste kwartaal van 2022 ook de bredere sociale en culturele beperkingen. Een factor die daarbij echter ook een rol kan spelen is de toegenomen mobiele connectiviteit van/in de auto en de sterke daling van de kosten van mobiele data. Dialogic (2022) noemt beide als versnelde factoren, die op zichzelf aanleiding zouden kunnen geven de FM vroeger af te schakelen dan eerder voorzien.²² Dialogic brengt connectiviteit in de auto in de eerste plaats in verband met het gebruik van Spotify en dergelijke in de auto, maar dit kan ook resulteren in het beluisteren van internetradio via Apple CarPlay en Android Auto, gevoed door de afgenomen kosten van mobiel dataverkeer. Deze trend zou de komende jaren door kunnen zetten en kunnen resulteren in een verder afnemend luistertijdaandeel van de FM en DAB+.

Ten behoeve van de reserveprijzen wordt erop geanticipeerd dat de recente afname van het marktaandeel van FM en DAB+ ten gunste van internet zich gestaag voortzet. Ten behoeve van de reserveprijzen wordt daarom uitgegaan van een gemiddeld marktaandeel van FM en DAB+ samen van **55,0 procent**. In werkelijkheid zal het aandeel daar de eerste jaren naar verwachting boven liggen, en de latere jaren mogelijk eronder. In de gevoeligheidsanalyse wordt de gevoeligheid voor het basisscenario getoond voor een etheraandeel van 50 en 58,5 procent.

2.6 Afdrachten

2.6.1 Agentschap Telecom

Agentschap Telecom brengt vergunninghouders toezichtkosten in rekening aan de hand van het aantal opstelpunten en het zendvermogen per pakket, uitgesplitst naar FM en DAB. Ten behoeve van Vlaanderen *et al.* (2022) zijn de kosten voor 2022 bij het AT opgevraagd en gebruikt. Omdat dit de meeste actuele kosten zijn, was een nieuwe uitvraag niet nodig. Voor de ontwikkeling van de AT-afdrachten in de vergunningsjaren vanaf september 2022, wordt dan ook wederom uitgegaan van de gemiddelde historische tariefstijging (per kW zendvermogen FM) over de periode 2016-2022 van 1,26 procent per jaar.

2.6.2 Commissariaat van de Media (CvdM)

De jaarlijkse tarieven van het Commissariaat van de Media zijn gebaseerd op de informatie op de CvdM-website.²³ In de afgelopen jaren werden deze tarieven jaarlijks bijgesteld met het Consumentenprijsindexcijfer (cpi) zoals geraamd door het CPB. Echter, het CvdM geeft aan in de toekomst over te zullen gaan op een andere kostenregeling.²⁴ Omdat deze nieuwe regeling momenteel nog niet bekend is en de impact van deze toezichtkosten op de waarde van de vergunningen zeer gering, is voor het bepalen van de reserveprijzen vastgehouden aan de methodiek met jaarlijkse bijstelling op basis van de cpi.

²² Hier tegenover identificeert Dialogic ook factoren die de andere kant op wijzen, waardoor de balans niet doorslaat naar een eerder of later geadviseerd afschakelmoment.

²³ Zie: <https://www.cvdM.nl/regelgeving/mediaregeling/toezichtskosten>.

²⁴ Zie: <https://www.cvdM.nl/actueel/nieuwe-toezichtskostenregeling>.

2.7 Marktordening

Bij de nieuwe uitgifte zullen drie van de vijf clausuleringen verdwijnen. Alleen de clausuleringen nieuws (FM-vergunning A4) en Nederlandstalig (FM-vergunning A9) blijven bestaan. Dat impliceert dat de thans geclausuleerde pakketten A2, A5 en A8 bij de nieuwe uitgifte ongeclausuleerd zullen zijn. Dat heeft een direct effect op de waarde van deze pakketten, maar kan ook een indirect effect op de waarde van de andere ongeclausuleerde pakketten hebben. De methodiek die is gehanteerd om deze wijziging van de marktinzichting te modelleren is als volgt:

- Als *referentiescenario* is allereerst de waarde van alle pakketten bepaald met de geactualiseerde kasstroommodellen en inputvariabelen, uitgaande van de huidige marktordening en dus met de clausuleringen zoals die tot de nieuwe uitgifte golden.
- Om te komen tot een *bovengrens* voor de waarden wordt vervolgens aangenomen dat de extra inkomsten van A2, A5 en A8 als gevolg van het wegvallen van de clausuleringen op deze pakketten *niet* kannibaliseert op de inkomsten van de andere pakketten. Hiertoe wordt de hogere waarde van de voorheen geclausuleerde pakketten A2, A5 en A8 nu als *ongeclausuleerde* vergunning bepaald met dezelfde modellen als in het referentiescenario. De combinatie van de waarden van A1, A3, A4, A6, A7 en A9 uit de eerste stap en A2, A5 en A8 uit de tweede stap geldt als bovengrens van de waarden.
- Om te komen tot een ondergrens voor de waarden wordt uitgegaan van 100 procent kannibalisatie, waarbij het wegvallen van de clausuleringen louter leidt tot een meer homogene verdeling van dezelfde totale opbrengsten tussen de zeven ongeclausuleerde pakketten. Hiertoe is de waarde van de zeven ongeclausuleerde pakketten bepaald terwijl de totale inkomsten van deze pakketten in ieder jaar zijn gemaximeerd op die in het referentiescenario. Met andere woorden: de inkomsten van de ongeclausuleerde pakketten zijn in ieder jaar en voor iedere pakket met eenzelfde factor verlaagd, zodanig dat de som van de inkomsten van deze pakketten gelijk is aan die in het referentiescenario. Merk op dat de kosten via de gehanteerde modellen deels weer meebewegen met deze lagere inkomsten.
- Voor de keuze binnen de geschetste onder- en bovengrens is vervolgens vastgesteld dat de cumulatieve waarde van de zeven ongeclausuleerde pakketten in de nieuwe marktordening minimaal de waarde moet hebben van de som van de waarden van deze zelfde pakketten in het referentiescenario. Het zou immers niet logisch zijn als door het verdwijnen van clausuleringen (en dus beperkingen aan de vrijheid van vergunninghouders) de totale waarde van deze pakketten zou afnemen. Om te bepalen bij welke kannibalisatiegraad minimaal de waarde uit het referentiescenario resulteert, worden de inkomsten van alle zeven ongeclausuleerde pakketten in ieder jaar pro rato verlaagd ten opzichte van het bovengrens-scenario. De minimale gezamenlijke waarde van de pakketten uit het referentiescenario wordt bereikt bij een kannibalisatiegraad van 44 procent.²⁵
- Omdat het ontbreekt aan aanwijzingen wat een reële kannibalisatiegraad is, tussen 0 en 44 procent, die volgt op de nieuwe marktordening, wordt hier conservatief uitgegaan van de genoemde 44 procent.

Naast deze wijzigingen voor A2, A5 en A8, wijzigen mogelijk ook de precieze restricties aan de clausuleringen van de pakketten met FM-vergunningen A4 en A9, waarbij deze meer in lijn komen met het programmatisch bod van de huidige vergunninghouders BNR Nieuwsradio en 100%NL. Aangezien het effect van de clausuleringen in Kerste *et al.* (2016) is geschat op basis van de winnende biedingen bij de uitgifte van 2003, sluit het gebruik van die eerder bepaalde clausuleringseffecten naar verwachting aan bij deze mogelijke aanpassingen.²⁶ Daarbij geldt evenwel dat

²⁵ Dat wil dus zeggen dat de inkomstenstijging in het bovengrens-scenario uit stap 2 met 44 procent wordt gereduceerd.

²⁶ Vergelijk Kerste *et al.* (2016, nt. 93): "De bieding van de winnaar is dus bij uitstek geschikt om als waardering te gebruiken voor de eventuele beperking van de verdien capaciteit van de door hemzelf geboden clausulering (boven op het wettelijke minimum)."

de nihil-uitkomst voor deze pakketten in het volgende hoofdstuk dermate robuust is, dat het vasthouden aan de clausuleringsdefinitie zoals oorspronkelijk in 2003 beoogd niet tot andere conclusies zou leiden.

3 Kasstroomanalyse

Dit hoofdstuk berekent de waarde van de te veilen pakketten. De totale waarde van de te veilen pakketten met een licentieduur van 12 jaar is ruim € 122 miljoen. De gevoeligheidsanalyse test de robuustheid van dit resultaat.

3.1 Uitkomsten basismodel

Tabel 3.1 bevat de berekende waarde van de licenties voor een nieuwkomer conform de uitgangspunten zoals boven is toegelicht. Deze waarden lopen uiteen van € 26,4 miljoen voor pakket A3 tot een waarde nihil voor de geclausuleerde pakketten A4 en A9. De totale waarde van de negen licenties met een vergunningsduur van 12 jaar bedraagt volgens deze berekening ruim € 122 miljoen.

Tabel 3.1 Waarde van de te veilen pakketten (in € duizend)

	A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7	A8	A9	Totaal
Waarde	€ 25.712	€ 13.865	€ 26.359	-	€ 7.987	€ 25.401	€ 19.155	€ 4.393	-	€ 122.873

Bron: SEO/IViR/Atlas

3.2 Gevoeligheidsanalyse

Tabel 3.2 bevat de gevoeligheidsanalyse. Hierin zijn opgenomen een hogere waarde van de WACC (6 procent) en de bandbreedte voor de platformverdeling. Een hogere WACC leidt tot lagere licentiewaarden. Deze blijven echter positief voor alle ongeclausuleerde pakketten. Bij de ondergrens voor de platformverdeling resulteren ook lagere licentiebedragen; bij de bovengrens nemen de waarden toe. In Tabel 4.1 zijn de reserveprijzen berekend. Tabel 3.2 laat zien dat de gevoeligheden in alle gevallen ruim boven de reserveprijzen blijven: de gevoeligheden leiden er dus niet toe dat de berekende waarde per pakket significant lager uitvallen dan de reserveprijzen. De gevoeligheidsanalyse is daarom geen reden om af te wijken van de in Tabel 3.1 opgenomen berekende waarden.

Tabel 3.2 Gevoeligheidsanalyse (licentiewaarde per pakket in € duizend)

	A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7	A8	A9	Totaal
6,0% WACC	€ 21.737	€ 11.278	€ 22.333	-	€ 6.074	€ 21.440	€ 15.962	€ 2.959	-	€ 101.783
50% ether	€ 23.412	€ 12.626	€ 24.003	-	€ 7.264	€ 23.128	€ 17.433	€ 3.996	-	€ 111.861
58,5% ether	€ 27.322	€ 14.735	€ 28.009	-	€ 8.494	€ 26.993	€ 20.360	€ 4.671	-	€ 130.583

Bron: SEO/IViR/Atlas

4 Reserveprijzen

Dit hoofdstuk bespreekt de noodzaak van een reserveprijs in de veiling van de landelijke commerciële radiovergunningen. Hiervoor wordt een afslag gehanteerd op de geschatte waarde van de vergunning van 60 procent.

Is een reserveprijs nodig?

Een reserveprijs dient in een veiling over het algemeen uiteenlopende doelen zoals het waarborgen van een realistische veilingopbrengst, het tegengaan van collusie en het weren van niet-serieuze bidders. Ook het versnellen van het veilingverloop kan (afhankelijk van het veilingmodel) een doelstelling zijn van de reserveprijs. Deze doelstellingen hebben een opwaarts effect op de reserveprijs.

Het zijn deze doelstellingen die bepalen of een reserveprijs nodig is in de veiling van de commerciële radiovergunningen. SEO/IViR/Atlas concluderen dat een reserveprijs positief kan bijdragen aan de veiling en de mate van marktwerking en om die redenen gewenst is. De mate van concurrentie in de markt voor commerciële radio is een aspect waarover toezichthouder ACM zich in zijn laatste advies zorgen maakt (ACM 2022). Er is sprake van hoge marktaandelen van enkele marktpartijen, die een risico kunnen vormen voor de concurrentie. Bovendien is volgens ACM sprake van zeer hoge toetredingsdrempels. Het tegengaan van collusie is daarmee een aspect van de veiling. Een reserveprijs dient mede om een realistische veilingprijs te waarborgen en zou om deze reden onderdeel moeten zijn van de veiling.

Daar tegenover staan de risico's van een te hoge reserveprijs. Het meest in het oog springende risico is dat de reserveprijs zo hoog is dat de veiling 'mislukt' en een pakket onverdeeld blijft. Een hoge reserveprijs kan bovendien bidders ontmoedigen die wel degelijk serieus zijn.

Hoe hoog moet de reserveprijs zijn?

De reserveprijs wordt vastgesteld op basis van een afslag op de verwachte waarde van het te veilen spectrum. De afslag geeft de weging aan van de bovengenoemde doelstellingen. In de praktijk is het bepalen van de optimale reserveprijs - gegeven deze belangen - geen exacte wetenschap door onzekerheid over de marktwaarde van vergunningen, de betalingsbereidheid van gegadigden en het risico van collusie. Hoe meer onzekerheid er over de marktwaarde en betalingsbereidheid bestaat, hoe lager de reserveprijs redelijkerwijs zal moeten zijn om te voorkomen dat spectrum niet wordt uitgegeven. Hoe groter het risico op (stilzwijgende) collusie wordt geacht, hoe hoger de reserveprijs.

In spectrumveilingen wordt het percentage afslag doorgaans bepaald op basis van inzichten uit de economische literatuur en de ervaringen in de praktijk. Rougoor et al. (2020a) geven een uitgebreid overzicht van de literatuur en ervaringen met reserveprijzen in spectrummarkten. De conclusie van deze bespreking is dat in de theoretische literatuur weinig concrete aanknopingspunten kunnen worden ontleend over de hoogte van de reserveprijs. Wel kan worden vastgesteld dat bij veel onzekerheid over de marktwaarde van het spectrum - gelet op de maatschappelijke kosten van niet-uitgifte en het feit dat opbrengstmaximalisatie niet het oogmerk van de veiling is - een relatief lage reserveprijs ten opzichte van de verwachte marktwaarde in de rede ligt.

Uit de bespreking in Rougoor et al. (2020a) van andere veilingen volgt dat in de praktijk met verschillende reserveprijzen wordt gewerkt. Vaak liggen deze reserveprijzen tussen de 40 en 60 procent van de verwachte waarde

van de te veilen vergunningen. Een percentage rond 60 procent past bij een situatie waarin de uitgevende instantie relatief zeker is over de waarde van het spectrum terwijl stilzwijgende collusie een reëel risico is - bijvoorbeeld als gevolg van een (naar verwachting) klein aantal gegadigden. Een percentage van 40 procent (of minder) sluit aan bij een situatie waarin er veel onzekerheid is en het uitbannen van het risico op (stilzwijgende) collusie ondergeschikt wordt geacht aan het risico dat het spectrum niet wordt uitgegeven.

Op basis van de inzichten uit de veilingliteratuur en de praktijk hebben SEO/IViR/Atlas bij eerdere veilingen in spectrummarkten een reserveprijs geadviseerd van 60 procent van de geschatte waarde.²⁷ Wij achten dit percentage ook toepasselijk voor de veiling van de landelijke commerciële radiovergunningen. Een reserveprijs van 60 procent van de geschatte waarde past bij de de markt voor commerciële radio waarin zeven ongeclausuleerde pakketten worden geveild onder een naar verwachting beperkt aantal gegadigden. Voor de twee geclausuleerde pakketten is het aantal geïnteresseerde partijen mogelijk nog kleiner. Deze partijen zijn bovendien onderdeel van een beperkt aantal concerns. Stilzwijgende collusie is daarmee een aspect dat aandacht verdient in de veiling.

Daarnaast is de onzekerheid over de waarde van het te veilen spectrum niet onredelijk groot. In veilingen waarin de waarde van het spectrum op basis een internationale benchmark wordt vastgesteld, speelt onzekerheid doorgaans een grotere rol. Voor de waardeschatting van dit rapport is gebruik gemaakt van een methodiek die is geaccepteerd door het CBb en voor de uitwerking van die methodiek van gegevens over opbrengsten en kosten van partijen die naar verwachting deelnemer zullen zijn in de veiling. Daarnaast maakt de schatting gebruik van eerdere veilingresultaten. De gevoeligheidsanalyse in Hoofdstuk 3 laat zien dat de geschatte waarden in alle gevallen ruim boven de in het onderstaande geadviseerde reserveprijzen blijven wat de robuustheid van de analyse ondersteunt.

Tabel 4.1 bevat de geadviseerde reserveprijzen per pakket, bepaald als 60 procent van de verwachte waarde.

Tabel 4.1 Reserveprijzen per pakket (in € duizend)

	A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7	A8	A9
Verwachte marktwaarde	€ 25.712	€ 13.865	€ 26.359	-	€ 7.987	€ 25.401	€ 19.155	€ 4.393	-
Geadviseerde reserveprijs	€ 15.427	€ 8.319	€ 15.816	-	€ 4.792	€ 15.241	€ 11.493	€ 2.636	-

Bron: SEO /IViR/Atlas

Voor de twee geclausuleerde pakketten (A4 en A9) is de waarde van de licentie niet positief. Voor deze pakketten kan het met het oog op een efficiënt veilingverloop van belang zijn niet-serieuze bidders te weren. Dat kan door het introduceren van een 'small but significant reserve price'. Echter, de waarborgsom van € 1,5 miljoen die conform de veilingregeling is vereist²⁸, is naar onze inschatting afdoende om dit doel te bereiken, zodat deze pakketten zonder reserverprijs kunnen worden geveild.

²⁷ Zie: Rougoor et al. (2020a) en Rougoor et al. (2020b).

²⁸ Zie: *Regeling aanvraag en veilingprocedure*, artikel 8 lid 1.

Literatuur

- ABN Amro (2022), *Visie op rente en euro*. Beschikbaar via: <https://www.abnamro.com/research/nl/onze-research/visie-op-rente-en-euro-ecb-blijft-flink-op-de-rem-trappen>
- Autoriteit Consument & Markt (2022). *Telecommonitor tweede kwartaal 2022*.
- Autoriteit Consument & Markt (2020). *Telecommonitor Q3 - Q4 2019*.
- Brennenraedts, R., Vorst, T. van der, Pieters, P. (2022). *Update argumenten bij en impact van afschakeling van FM-radio*. Utrecht: Dialogic.
- Damodaran, A. (2022). *Equity risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications - The 2022 Edition*. Beschikbaar via <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4066060>
- Dimson E., Marsh P., & Staunton M. (2022). *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2022 Summary Edition*, Credit Suisse Research Institute, Zurich
- Dutch State Treasury Agency (2022), *Rentereeksen Nederlandse staatsobligaties vanaf 2010*. Beschikbaar via: <https://www.dsta.nl/actueel/statistieken/rentereeksen-nederlandse-staatsobligaties>
- De Nederlandsche Bank (2022), *Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten DNB - juni 2022*. Beschikbaar via: https://www.dnb.nl/media/rzlf14jr/137131_eov_juni_2022.pdf
- De Nederlandsche Bank (2022), *Hoge inflatie, maar context anders dan in de jaren zeventig*. Beschikbaar via: <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/dnbulletin-2022/hoge-inflatie-maar-context-anders-dan-in-de-jaren-zeventig/>
- Europese Centrale Bank (2022), *Monetairbeleidsbeslissingen*. Beschikbaar via: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220908~c1b6839378.nl.html>
- Haas, M. de, Hamersma, M., Faber, R. (2022). *Heeft COVID geleid tot structureel ander reisgedrag? Eerste inzichten op basis van een vervolgmeting met het Mobiliteitspanel Nederland (MPN)*. Den Haag: Kennisinstituut voor Mobiliteitsbeleid (KIM).
- ING (2022), *Verwachtingen Nederlandse economie en woningmarkt*. Beschikbaar via: <https://www.ing.nl/zakelijk/kennis-over-de-economie/onze-economie/de-nederlandse-economie/publicaties/verwachtingen-voor-de-nederlandse-economie-in-cijfers.html>
- Kerste, M., Poort, J., Rougoor, W., Weda, J., Witteman, J. (2016). *Waarde landelijke commerciële radiovergunningen: verlenging 2017*. SEO Economisch Onderzoek/IViR, Amsterdam, SEO-rapport nr. 2016-94.
- Kerste, M., Poort, J., Tieben, B., Rougoor, W. & Vlaanderen, M. (2021). *Waardering verlenging commerciële radiovergunningen per 2022*. Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek/IViR/Atlas voor gemeenten.

- Poort, J., Kerste, M., Prins, J., Scavenius, E., v.d. Ende, B., Trommelen, P., van Eijk, N., Rutten, P. (2010). *Waarde commerciële radiovergunningen*. Amsterdam: SEO-Economisch Onderzoek.
- Poort, J., Kerste, M., Akker, I., Prins, J. (2011). *Addendum waarde commerciële radiovergunningen*. Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek.
- Rougoor, W., B. Tieben, M. Vlaanderen en J. Poort (2020a), *Reserveprijs 3,5 GHz veiling*, SEO Economisch Onderzoek en UVA-IViR, Amsterdam.
- Rougoor, W., B. Tieben en J. Poort (2020b), *Reserveprijs veiling DAB+ laag 7*, SEO Economisch Onderzoek en UVA-IViR, Amsterdam.
- Vlaanderen, M., Tieben, B., Rougoor, W., Poort, J., Kerste, M. (2022). *Verlengingsprijzen commerciële radio. Aanvulling op "Waardering verlenging commerciële radiovergunningen per 2022"*. Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek/IViR/Atlas voor gemeenten.



“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 2022-134

ISBN 978-90-5220-246-4

Informatie & Disclaimer

SEO Economisch Onderzoek heeft op de verkregen informatie en data geen onderzoek uitgevoerd dat het karakter draagt van een accountantscontrole of due diligence. SEO is niet verantwoordelijk voor fouten of omissies in de verkregen informatie en data.

Copyright © 2022 SEO Amsterdam.

Alle rechten voorbehouden. Het is geoorloofd gegevens uit dit magazine te gebruiken in artikelen, onderzoeken en collegesyllabi, mits daarbij de bron duidelijk en nauwkeurig wordt vermeld. Gegevens uit dit rapport mogen niet voor commerciële doeleinden gebruikt worden zonder voorafgaande toestemming van de auteur(s). Toestemming kan worden verkregen via secretariaat@seo.nl.

Roetersstraat 29
1018 WB, Amsterdam

+31 20 525 1630
secretariaat@seo.nl
www.seo.nl