

Geachte heer Corbijn,

Naar aanleiding van de marktconsultatie over de waarde van FM-vergunning A7 en daaruit volgend de waarde van FM-vergunningen A1, A2, A3 en A6 bijgaand mijn reactie.

Alhoewel er in het consultatiedocument specifiek wordt aangegeven dat kritiek op de methodiek niet wordt gewaardeerd, zijn er enkele stevige en fundamentele kanttekeningen te plaatsen bij de gehanteerde methodiek. Specifiek is er kritiek mogelijk op de implementatie van de methodiek (dus hoe de methodiek in de praktijk is uitgevoerd). Aangezien deze kanttekeningen zich richten op de wijze waarop de methodiek is toegepast, neem ik aan dat dit nog binnen de scope van de marktconsultatie valt.

Regressie

SEO Economisch Onderzoek heeft in haar initiële rapporten een regressiemodel ontwikkeld teneinde de waarde van een FM-kavel te kunnen berekenen.

Alhoewel deze methodiek feitelijk onbruikbaar is om de waarde accuraat te kunnen berekenen, valt dat buiten de scope van de consultatie.

Bij het ontwikkelen van het model (dus het in de praktijk brengen van de methodiek) zijn er echter fundamentele inschattingfouten gemaakt door SEO Economisch Onderzoek en IViR, welke ervoor zorgdragen dat het model zoals dat uiteindelijk is gebruikt de waarde van een FM-kavel per definitie zal overschatten.

Model

Feitelijk zijn er in het SEO-model twee variabelen die de omzet van een zender dienen te voorspellen: demografisch bereik en een natuurlijk logaritme van de tijd in jaren. De laatste variabele is bedoeld om een ingroei-curve in de resultaten te kunnen verwerken. Het natuurlijk logaritme van tijd (in maanden) is overigens een zeer goede voorspeller van de ontwikkeling van het marktaandeel van een zender. Alhoewel iedere zender haar eigen afwijkingen heeft gekend van deze ingroei-curve, is de correlatie tussen het natuurlijk logaritme van de tijd in maanden en het marktaandeel van een radiozender positief, significant en in veel gevallen 0,7 of hoger. Op deze variabele valt derhalve weinig af te dingen, behoudens de opmerking dat een stijgend marktaandeel zich niet direct zal vertalen in een stijgende omzet. Door diverse factoren in de markt kost het zes tot twaalf maanden voordat een stijging in het marktaandeel (volledig) is verwerkt in de omzet van een zender.

Demografisch bereik

De variabele demografisch bereik geeft echter wel serieuze problemen in het model. Hier zijn twee redenen voor. Ten eerste is het demografisch bereik van een zender min of meer stabiel gedurende de looptijd van een vergunning¹, waardoor de variabele ervoor zorgt dat het model aanneemt dat een landelijke commerciële radiozender vanaf de eerste dag van uitzenden een omzet draait van vele miljoenen per jaar. Dit komt niet overeen met de praktijk, waarbij een zender eerst een luisteraarspubliek op moet bouwen en vervolgens (via mediabureaus) inkomsten dient te verwerven. Afgezien van de vertraging die optreedt door het 'achterlopen' van de luistercijfers leert de praktijk ook dat het pas mogelijk is om een serieus budget via mediabureaus te verwerven vanaf een marktaandeel van 2 a 3 procent (minimaal).

Dit maakt de in het geïmplementeerde model impliciet aanwezige aanname dat een zender vanaf dag 1 significante omzetten zal genereren discutabel; het komt niet overeen met de praktijk.

Landelijk en regionaal

Daarnaast heeft SEO Economisch Onderzoek de landelijke en regionale zenders gelijk behandeld, wat onlogisch is en de resultaten ernstig vertekend.

Ten eerste verschillen de markten van landelijke en regionale zenders op een fundamenteel punt. Waar landelijke zenders hun advertentie-inkomsten hoofdzakelijk genereren via mediabureaus (alwaar zeer significante advertentiebudgetten worden ingepland op diverse media), halen regionale zenders een fors deel van hun inkomsten binnen via direct sales bij adverteerders, hoofdzakelijk het MKB. Dit zorgt voor een zeer fors verschil in marktomvang tussen beide groepen en dus een verschil in omzet.

Ten tweede valt het, kijkende naar uitsluitend de landelijke zenders, op dat SEO diverse geclausuleerde kavels apart heeft gezet middels een dummy (o.a. voor 100%NL, A8 / Sublime FM en BNR). Dit komt omdat deze zenders een aanmerkelijk geringere omzet draaien dan zenders op ongeclausuleerde kavels, wat waarschijnlijk nagenoeg volledig te verklaren valt door de voorwaarden die op de betreffende kavels van kracht zijn.

De geclausuleerde kavels hebben echter grosso modo ook een lager demografisch bereik dan de ongeclausuleerde kavels. Als gevolg hiervan zorgt de toevoeging van de variabele 'demografisch bereik' in de regressie-analyse ervoor dat de waarden van de relevante dummy's worden onderschat en de waarde van de variabele 'demografisch bereik' wordt overschat.

Een regressie zal immers proberen de meest logische 'lijn' te trekken door de beschikbare datapunten. Op het moment dat er sprake is van multicollineariteit tussen diverse variabelen – wat het geval is bij de genoemde dummy en de

¹ In de praktijk daalt het demografisch bereik in sommige gevallen licht. Het beleid dat het AT de afgelopen jaren heeft gevoerd rondom optimalisaties heeft ervoor gezorgd dat er geen onderhoud kon worden uitgevoerd aan de FM-kavels. Een kavel waar geen onderhoud aan wordt uitgevoerd zal demografisch bereik verliezen.

² Zelfs de BRIC-landen vertonen tekenen van een economische afkoeling, zie

variabele demografisch bereik bij landelijke zenders – zorgt dit in het onderhavige geval voor ernstig vertekende resultaten.

Indien de analyse wordt herhaald in een situatie waarbij de landelijke en regionale kavels gescheiden zijn, zal de variabele ‘demografisch bereik’ niet meer significant zijn. De variabele in kwestie had dus bij de landelijke kavels geschrapt moeten worden. Een eventueel toegevoegde intercept zal in dat geval overigens de rol van de variabele deels overnemen, maar zoals eerder aangegeven kan een realistisch model niet uitgaan van een minimumomzet vanaf dag 1.

Dummy 538

Tevens vallen er vraagtekens te plaatsen bij 538. Deze zender is al enige tijd marktleider en draait daardoor aanmerkelijk hogere omzetten dan op basis van uitsluitend het marktaandeel verwacht mag worden. De power ratio van deze zender is beduidend hoger dan die van vergelijkbare zenders (zoals Q-Music en Sky Radio). Dit had aanleiding moeten geven tot het toevoegen van een dummy voor 538, aangezien deze zender de kenmerken vertoont van een *outlier* in de dataset. Deze dummy zal, indien toegevoegd en toegepast op recente data, zeer significant uitvallen.

Alleen het toevoegen van de bedoelde dummy, waar vanuit statistische gronden het nodige voor te zeggen valt, zal de waarde van A7 al fors verlagen.

Conclusie model

Bovenstaande resulteert in de conclusie dat de variabele ‘demografisch bereik’ zowel om statistische redenen als om ‘logische’ redenen nimmer in het model gebruikt had mogen worden. Statistisch gezien omdat het methodologisch gezien simpelweg incorrect is, onder andere vanwege de eerder genoemde multicollineariteit en omdat de variabele insignificant wordt op het moment dat de landelijke en regionale kavels in het model worden gesplitst. Logischerwijs omdat het niet realistisch is om op enigerlei wijze aan te nemen dat een nieuwkomer in de markt vanaf de eerste dag van uitzenden direct miljoenen omzet zal draaien, terwijl de bedoelde variabele dat wel in het model opneemt.

Daarnaast zijn er sterke aanwijzingen dat 538 had moeten worden gezien als een *outlier* en derhalve middels een dummy apart gezet had moeten worden.

Realistisch gezien zal een nieuwkomer de eerste twee a drie jaar van uitzenden verlieslatend draaien. Een analyse van de cijfers van de nieuwkomers in 2003 zal een dergelijke conclusie ondersteunen. Derhalve zit er een fors verschil tussen de omzetten en jaarcijfers die het SEO / IViR-model prognosticeerde en de werkelijkheid. Alleen dit feit had al kunnen en moeten resulteren in het plaatsen van vraagtekens bij het realiteitsgehalte van het model.

Het simpele feit dat er bij de verdeling van kavel A7 in 2011 geen enkele partij voldeed aan de eisen is overigens ook een sterke indicatie van een grote overschatting van de waarde van het kavel in het bedoelde model. Partijen met een interesse in het kavel hadden immers alle gelegenheid om een business case uit te werken. Het feit dat de verdeling is mislukt moet aanleiding geven tot de conclusie dat onder de toenmalige voorwaarden geen enkele partij in staat is

gebleken om een sluitende business case te formuleren onder de bedoelde voorwaarden.

Gezien het bovenstaande had Economische Zaken reeds in 2011 kunnen en moeten weten dat het bedoelde model misrekeningen kende in de implementatie. Gezien de bovenstaande kritiek alsmede de mislukte verdeling in 2011 zou het onverstandig zijn om het model nagenoeg ongewijzigd nogmaals in te zetten om de waarde van A7 (en daarmee de waarde van A1, A2, A3 en A6) te berekenen, zoals EZ nu min of meer voorstelt.

De methodiek verdient dus een verbetering. Hierbij kan het bedrag dat door Ad Venture Radio (AVR) is betaald voor A7, wellicht met enige wijzigingen (zie verderop) als uitgangspunt worden gezien, waarbij 'simpelweg' de twee jaren die AVR nu mist tov 2011 verdisconteerd kunnen worden in het te betalen bedrag door de andere partijen. Dit zou een methodiek zijn die de marktwaarde van de kavels beter benaderd dan de huidige methodiek. Alhoewel deze methodiek nog steeds een groot risico oplevert op overschatting van de waarde van A7, die in mijn optiek in 2011 reeds zeer gering was door een combinatie van een relatief korte looptijd van de licentie gecombineerd met enkele marktomstandigheden, zal de waardering al gecorrigeerd kunnen worden richting iets realistischere waarden.

Consultatiedocument

Dan nog enkele opmerkingen aangaande het consultatiedocument. Het gaat hierbij op zaken die opvallen evenals enkele opmerkingen aangaande de vragen die zijn gesteld.

Advertentiemarkt

De netto bestedingen zijn de afgelopen jaren fors gedaald. Niettegenstaande enige optimistische signalen zijn er voldoende redenen om aan te nemen dat de inkomsten de komende periode nog onder druk kunnen komen te staan. De Nederlandse economie is immers sterk afhankelijk van de export (en daarmee de reclamebestedingen, indirect, ook). Aangezien er signalen zijn dat diverse landen waar Nederland mee handelt economisch gezien in de problemen gaan komen cq nog verder wegzakken in een recessie², is er een reële kans dat de economische problematiek in Nederland nog even aan zal houden. Hier zal rekening mee gehouden moeten worden in het model.

Pre-set en marktaandeel

In het consultatiedocument wordt gesteld dat de bespeler van A7 hinder zal ondervinden van het feit dat het kavel lang 'leeg' heeft gestaan. Dit kan ik alleen maar onderschrijven; er zullen weinig mensen zijn die de betreffende frequenties nog voorgeprogrammeerd hebben staan in de ontvangers. Daarnaast lijkt het erop dat AVR meer tijd nodig heeft gehad om het kavel on-air te krijgen dan in eerdere situaties het geval was, wat zeer aannemelijk een technische oorzaak heeft die buiten de reikwijdte van de betreffende marktpartij ligt.

² Zelfs de BRIC-landen vertonen tekenen van een economische afkoeling, zie <http://www.economist.com/news/leaders/21582256-emerging-market-slowdown-not-beginning-bust-it-turning-point>

Daar komt bij dat het kavel qua frequenties moeilijker is te vermarkten dan diverse ongeclausuleerde kavels. Waar de frequenties van Sky Radio (tussen de 101.0 en 101.9), 538 (102.1 t/m 102.9) en Q-Music (100.4, 100.7) eenvoudig zijn te onthouden, bestaat A7 uit een soort mengelmoes van frequenties waar geen logische lijn in zit, behoudens de diverse toepassingen van (near) single frequency.

Waar een zender als Sky Radio in haar uitingen '101 FM' kan gebruiken en 538 '102 FM' kan inzetten om de frequentie bekend te maken, zal de bespeler van A7 aanmerkelijk meer moeten ondernemen om de frequenties bekend te krijgen bij een groter publiek. Dit zal ook resulteren in de noodzaak van hogere marketingbudgetten dan bij bijvoorbeeld A1 en A6.

Wat ook een rol speelt is dat het er op lijkt dat er, in tegenstelling tot andere kavels, nauwelijks onderhoud is verricht aan kavel A7. Dit heeft geresulteerd in een situatie waarbij het kavel een lager demografisch bereik heeft dan het geval zou zijn geweest indien het onderhoud wel was gepleegd. Dit zorgt voor een lagere return on investment.

Waar diverse nieuwkomers in het verleden forse marketinguitgaven hebben moeten doen, is het dus niet uitgesloten dat dit in het geval van A7 nog hoger zal liggen. Het is niet uitgesloten dat marketinguitgaven van meer dan € 3 miljoen in het eerste jaar noodzakelijk zullen blijken te zijn (waarbij barters nog buiten beschouwing worden gelaten). Daar staat tegenover dat het mogelijk is dat de ingroei-curve van A7 langzamer zal verlopen dan de ingroei-curve van vergelijkbare zenders.

Zoals in het consultatiedocument ook terecht wordt gesteld, spelen langlopende contracten tussen zenders en mediabureaus (adverteerders dus) ook een rol. Het is niet realistisch om te verwachten dat de bespeler van A7 in 2013 reeds een forse omzet(stijging) zal boeken.

Om hiervoor te compenseren klinkt het in het consultatiedocument genoemde alternatief – een lag – niet onredelijk. Aangezien AVR zoals eerder gesteld meer tijd nodig heeft om een luisteraarspubliek te verwerven en de contracten met mediabureaus langlopend zijn, is het raadzaam om een periode van minimaal zes maanden zonder inkomsten in te calculeren om enigszins te compenseren voor het effect op de luistercijfers. Daarnaast is er een correctie nodig in de omzet omdat de tragere groei in de luistercijfer er ook voor zorgt dat de bespeler van A7 minder eenvoudig grote contracten kan sluiten bij mediabureaus. Een neerwaartse omzetcorrectie van tientallen procenten van de omzet – na de bedoelde zes maanden – kan een interessante stap zijn.

Een andere factor die overigens een rol kan spelen in de waardering van het kavel (kijkende naar de uitkomsten van de veiling) en welke niet is genoemd in het document, is dat de huidige vergunninghouder het mogelijk ziet als een investering. Er zijn immers diverse scenario's denkbaar.

In het eerste scenario wordt de vergunning aan het einde van de looptijd verlengd met zes jaar, indien DAB+ succesvol blijkt. De vergunninghouder van A7 heeft in dit scenario voor het betaalde bedrag, plus een ander te bepalen

ander bedrag, een vergunning voor tien jaar. Het is redelijk om te veronderstellen dat (mede gezien de misrekeningen in het SEO-model) een komende verlengingsronde de waarde van de vergunningen realistischer in zal schatten.

Het tweede scenario is dat de vergunningen niet worden verlengd, maar opnieuw worden verdeeld. In dat geval staan de bespelers van de kavels op een voorsprong ten opzichte van eventuele nieuwkomers, aangezien de op dat moment huidige bespelers geen marktaandeel meer hoeven te verwerven en geen aanloopkosten meer hebben. Anders omschreven zijn zittende partijen in staat om, in het geval van een veiling, nieuwkomers te overbieden zonder per definitie te maken met krijgen met de Winners Curse. Ook bij een vergelijkende toets kan een dergelijk scenario spelen, aangezien zittende partijen veel kennis en ervaring bezitten en daarmee in staat zijn om een kwalitatief goed bod neer te leggen.

Het is niet uit te sluiten dat AVR een scenario als hierboven beschreven heeft verdisconteerd in haar bod. In beide scenario's resulteert dit in de situatie dat de marktwaarde van A7 lager is dan de veiling suggereert, indien er uitsluitend naar de looptijd van de vergunning wordt gekeken en de betreffende scenario's buiten beschouwing worden gelaten (en aangezien SEO / IVIR / EZ impliciet aannemen dat een efficiënte toetreder de bedoelde scenario's niet zal verdisconteren is dit een redelijke aanname).

Ook relevant is dat de veiling van A7 in de 2013-variant een sealed bid veiling betrof. Alhoewel er wetenschappers zijn die stelling dat bij iedere veiling de Winners Curse per definitie op zal treden, is het zeer aannemelijk dat de kans hierop bij een sealed bid veiling aanmerkelijk groter is dan bij bijvoorbeeld een Engelse simultane meerronden veiling. Dit omdat bij de laatstgenoemde veiling gedurende het veilingproces informatie vrij komt die bidders mee kunnen nemen in hun strategie, wat niet gebeurt bij een sealed bid. Daarnaast zet een sealed bid veiling deelnemers aan om direct hun maximale bedrag te bieden.

Tot slot is het ook prudent om te vermelden dat er tussen 2011 en 2013 enkele mogelijke gegadigden voor A7 zijn weggevallen, om diverse redenen. Dit zorgt ervoor dat er minder vraag naar het kavel is ontstaan. Het aantal biedingen in 2011 is overigens geen realistische maatstaf om de vraag in 2011 in te kunnen schatten, aangezien veel partijen simpelweg niet geboden hebben omdat het financieel instrument een rendabele business case simpelweg onmogelijk maakte.

De lagere vraag resulteert ook in een lagere waarde voor kavel A7 en daarmee alle andere kavels, uitgaande van een efficiënte toetreder. Dit naast de reeds in het document aangehaalde factoren zoals het minder eenvoudig beschikbaar hebben van liquiditeit.

Verhogende effecten

Het consultatiedocument bespreekt verder enige punten die de waarde mogelijk kunnen verhogen. Hieronder wordt onder andere genoemd dat dit de laatste mogelijkheid is om de markt te betreden in de nabije toekomst. Dit miskent zowel de mogelijkheid om ruimte te huren op het landelijke DAB-multiplex (wat diverse partijen al doen) als de optie om simpelweg een bestaande partij over te nemen. Daarnaast is het maar de vraag of DAB in 2017 voldoende populair is geworden om de frequenties automatisch te verlengen, waardoor het niet onredelijk is om te verwachten dat er tegen die tijd weer kansen ontstaan. Derhalve zal het verhogende effect op de waarde van het kavel verwaarloosbaar zijn.

Ook het punt rondom onzekerheid met het oog op een eventuele verlenging bij andere vergunninghouders zal geen effect hebben gehad op de waardering. In 2011, toen A7 verdeeld moest worden, was er immers afdoende zekerheid omtrent de status van andere vergunninghouders. Het bedoelde punt was dus ten tijde van de verdeling in 2011 reeds irrelevant.

Tevens zijn er vraagtekens de plaatsen bij de argumentatielijn omtrent de vermeende onzekerheid over de mogelijkheid alle zenders on-air te brengen. Ten tijde van de verdeling in 2003 bestond er immers ook onzekerheid over deze mogelijkheid gezien de nodige problematiek rondom milieuvergunningen³. Er zijn echter geen aanwijzingen dat dit de uitkomsten van de verdeling toen heeft beïnvloed⁴. Er zijn toen zelfs vergunningen verleend voor zenders waar in het geheel geen opstelpunt voor was.

Daarentegen is het wel logisch te veronderstellen dat A7 enige waarde heeft moeten inleveren door de rechtszaak van 100%NL tegen de Staat. Economische Zaken had voor de mislukte verdeling in 2011 reeds kunnen en moeten weten dat de waardering van A7 (na aftrek van de 20% 'korting' zo'n € 17,5 miljoen) een rendabele exploitatie van het kavel onmogelijk maakte. Het argument dat het kavel nimmer onder deze voorwaarden in een verdeelprocedure had mogen gaan kent derhalve de nodige validiteit. Aangezien de Staat in het verleden ook al eens een verleende vergunning in heeft moeten trekken⁵ is er reeds een precedent dat een partij die een vergunning verwerft later alsnog met lege handen komt te staan, de schadevergoeding die RTL terecht heeft ontvangen even buiten beschouwing gelaten. De combinatie van dit precedent en het feit dat 100%NL / AVR een valide punt heeft kan potentiële deelnemers aan de veiling hebben bewogen tot het indienen van een lager bod cq het compleet afzien van het indienen van een bod.

³ <http://radio.nl/8879/milieuvergunningen-zero-base-in-gevaar>

⁴ Het optreden van de Winners Curse gedurende de 2003-verdeling is ruimschoots gedocumenteerd.

⁵ RTL FM had haar vergunning immers gekregen, terwijl 100%NL zelfs met het beperkte aantal biedingen een statistisch significant beter inhoudelijk bod had ingediend op het belangrijkste criterium (Nederlandstalige muziek), als gevolg waarvan 100%NL via een juridische procedure de vergunning af moest dwingen.

Resumerend dus het volgende:

- De waarde van kavel A7 is in het verleden herhaaldelijk (veel) te hoog ingeschat door misrekeningen in de wijze waarop het model is geïmplementeerd. Dit heeft onder andere geresulteerd in een mislukte veiling van A7 in 2011. De overschatting bedroeg vele miljoenen.
- Sindsdien is de waarde van A7 (verder) gedaald door een combinatie van diverse factoren. Naast de factoren die reeds in het document zijn aangehaald zijn er hierboven ook nog diverse beschreven.
- Het valt niet uit te sluiten dat de veiling van A7 tot een overschatte waarde van het kavel heeft geleid. Dit ondanks het aanzienlijk lagere bedrag dat is geboden ten opzichte van het financieel instrument in 2011 en de berekende waarde van het kavel.
- Kavel A7 is van de ongeclausuleerde kavels op diverse punten uitdagender voor de bespeler ervan, wat weerslag zal hebben in zowel de kosten als de opbrengsten.

Dit resulteert uiteindelijk in de conclusie dat de waarde van A7 fors lager is dan in eerste instantie is ingeschat. De diverse factoren van de afgelopen jaren zetten dit nog verder onder druk, als gevolg waarvan ook de bedragen die door de bespelers van A1, A2, A3 en A6 zijn betaald een flinke neerwaartse correctie nodig hebben.

Correctie

Er zijn diverse mogelijkheden om dit te corrigeren. De suggestie die in het consultatiedocument wordt gedaan omtrent het inschalen van een periode zonder inkomsten cq het verlagen van de geprognoseerde inkomsten voor de eerste periode van uitzenden is interessant. Door een lange(re) periode de inkomsten op nul in te schalen, alsmede gedurende een lange periode handmatig te verlagen, wordt meteen het grootste probleem van het SEO / IViR-model (demografisch bereik zorgt ervoor dat de ingroeicurve verkeerd is ingeschat) opgelost. Een periode van minimaal zes maanden zonder inkomsten, gecombineerd met een daaropvolgende lange periode met lagere inkomsten, zorgt er dus voor dat er meerdere problemen in 1 keer worden opgelost.

In de praktijk zal een nieuwkomer op FM twee tot drie jaar nodig hebben om zwarte cijfers te kunnen schrijven (op jaarbasis), tenzij de uitgangspositie uitzonderlijk goed is (bijvoorbeeld indien er een bestaande partij wordt overgenomen, in welk geval de overnamesom alsnog verdisconteerd moet worden in de waarde van een kavel). Gezien de omstandigheden van A7 alsmede de eerder aangehaalde fundamentele vergissingen van SEO / IViR is een correctie die aanneemt dat een efficiënte toetredster minimaal 2,5 jaar in de rode cijfers zal zitten prudent⁶. Historische gegevens suggereren daarbij dat de aanloopverliezen ver boven de vijf miljoen uit kunnen komen.

⁶ Mocht AVR door een overname sneller in de zwarte cijfers zitten cq lagere aanloopverliezen draaien, kan de bedoelde correctie alsnog worden doorgezet, omdat een overnamesom immers ook meegenomen dient te worden in de berekeningen. De genoemde termijn van 2,5 jaar is voorzichtig ingeschat en gebaseerd op prestaties van nieuwkomers in het verleden.

Daarnaast dient te worden opgemerkt dat een WACC (ver) onder de tien procent niet erg realistisch is, waardoor ook dit aspect gecorrigeerd dient te worden. Alhoewel de risicovrije rente momenteel zeer laag is, kan dat niet worden gezegd over de risicopremie. Het starten van een nieuwe radiozender is en blijft risicovol en zelfs met een licentieperiode van ongeveer zes jaar (zoals het geval was in 2011) blijft het uitdagend om een rendabele business case op te stellen voor een nieuwkomer op A7. Dit, gecombineerd met de welbekende opstelling van banken als gevolg van de diverse crisissen – waardoor het sowieso moeilijk is om geld te lenen en risicopremies zoals voorzien in het oorspronkelijke SEO / IViR-rapport onhaalbaar zullen blijven te zijn – zorgt ervoor dat de WACC een forse correctie omhoog benodigd.

Gebruik makende van de NCW-methodiek zal dit de waarde van het kavel ook negatief beïnvloeden.

Conclusie

Concluderend zijn er dus diverse factoren die de waarde van A7 aanmerkelijk lager maken dan eerder vastgesteld. Niet alleen zijn er grote vraagtekens te plaatsen bij de toepassing van het door SEO / IViR ontwikkelde model, maar sinds 2011 zijn er (zoals terecht in het consultatiedocument opgemerkt) diverse factoren die de waarde van het kavel (verder) hebben doen verlagen.

Gebruik makende van de optie die in het consultatiedocument wordt aangedragen dient de waardering van A7 in mijn optiek gecorrigeerd te worden door de inkomsten van de efficiënte toetreder gedurende enige maanden op nul te stellen en vervolgens gedurende een periode neerwaarts te corrigeren, zodanig dat er een realistischere ingroeicurve ontstaat die rekening houdt met een periode van forse aanloopverliezen.

Hoogachtend,

Drs. M. van Diesen.

michielvd@gmail.com

Telefoon: 0621552803.