



## Opbrengst umts-veilingen overschat

**Auteur(s):**

Noordenbos, J.T.

*De auteur is werkzaam bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Met dank aan Wim Boonstra.***Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4296, pagina 179, 23 februari 2001

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

overheidsfinanciën

*De umts-veilingen hebben de overheidskas gespekt. De waarde van de overheidsdeelname in de acquirerende bedrijven is daarentegen afgenomen. Hoe ziet de balans eruit?*

**De verdeling van umts-frequenties heeft de laatste maanden regelmatig het nieuws gehaald. Enerzijds hebben de veilingen in diverse landen behoorlijk wat geld in het laatje van de overheden gebracht, anderzijds hebben telecombedrijven zich diep in de schulden moeten steken om de fel begeerde licenties te kunnen bemachtigen. In dit artikel wordt ingegaan op de gevolgen hiervan voor zowel het bedrijfsleven als de overheidsfinanciën. Daarbij staat met name de vraag centraal of overheden per saldo nu wel of niet hun financiële positie hebben zien verbeteren <sup>1</sup>.**

Umts (universal mobile telecommunications system) is één van de derde generatie mobiele telecommunicatie-systemen en als zodanig de opvolger van gsm. Daarbij worden de twee nieuwste technologieën, mobiele telefonie en internet, bij elkaar gebracht, waardoor het onder andere mogelijk wordt om bewegende beelden te versturen en te internetten via de mobiele telefoon. Met de huidige techniek is dit slechts in beperkte mate mogelijk. Via het verwerven van umts-licenties kunnen telecombedrijven in de nabije toekomst genoemde diensten aanbieden.

### *Gevolgen bedrijfsleven*

In de jacht op deze licenties hebben de meeste telecombedrijven diep in de buidel moeten tasten. Bovendien zijn zij genoodzaakt om de nodige herstructureringen door te voeren. Daarbij wordt met name gesneden in de traditionele diensten, zodat men zich volledig kan richten op de nieuwe umts-techniek. Doordat telecombedrijven zich enorm in de schulden hebben gestoken om de nieuwste technologie te kunnen aanbieden, hebben ze tegelijkertijd hun kredietwaardigheid en het vertrouwen van investeerders in de waagschaal gelegd. De toonaangevende kredietbeoordelaar Standard & Poor's heeft reeds de kredietwaardigheid-rating voor verschillende gerenommeerde telecombedrijven verlaagd van 'AA' tot 'A' of in sommige gevallen zelfs tot 'BBB'. Aangezien de onzekerheid omtrent het wel of niet kunnen terugverdienen van de hoge umts-kosten bij beleggers steeds zwaarder is gaan wegen, heeft dit ook consequenties voor de hoogte van de rente die op deze telecom-obligaties moet worden vergoed. Doordat beleggers een hogere rente op hun telecom-obligaties verlangen, is het verschil tussen de swaprente (de rente die kredietwaardige banken en bedrijven met tenminste AA-rating elkaar in rekening brengen) en de rente op telecom-obligaties fors toegenomen.

Al met al mag worden verwacht dat het onzekere klimaat rond de telecomsector nog wel een tijd zal aanhouden, aangezien de hoge lasten pas in de loop van vele jaren kunnen worden terugverdiend. Feit blijft wel dat de hoge schuldenlast voor bedrijven tevens als belangrijke drijfveer kan dienen om ook in de toekomst concurrerend en innovatief te blijven.

### **Opbrengsten overheid**

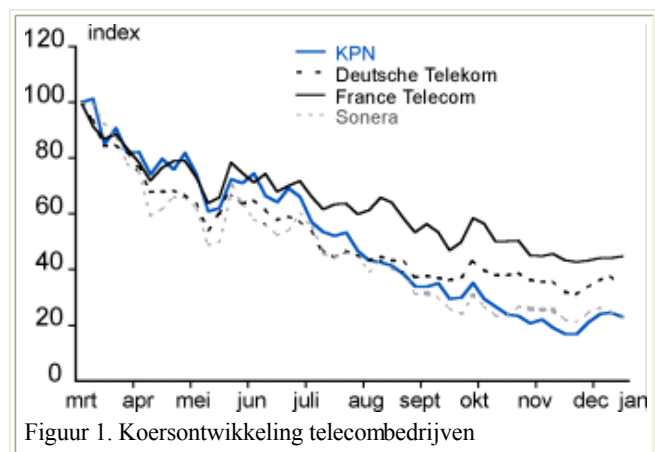
De verkoop van umts-licenties heeft met name de Britse en Duitse overheid op het eerste gezicht geen windeieren gelegd. In deze landen brachten de veilingen een bedrag op van respectievelijk EUR 37 miljard en EUR 50,5 miljard, meer dan menigeen had verwacht. De meeste deelnemende landen hebben aangegeven dat zij de opbrengsten zullen gebruiken ter aflossing van de staatsschuld. Bovendien heeft Eurostat, het statistische bureau van de EU, bepaald dat de umts-revenuen volledig in het jaar waarin de uitgifte heeft plaatsgevonden moeten worden geboekt, zodat het overheidssaldo eenmalig hoger uitvalt. Dit betekent dat EMU-breed in 2000 zelfs al een overschot op de begroting kon worden opgetekend, aangezien de totale veilingopbrengsten het EMU-tekort ruimschoots overtroffen.

Het bovenstaande suggereert dat de Europese overheden sterk hebben geprofiteerd van de verdeling van de umts-frequenties. De schijn bedriegt echter. Indien rekening wordt gehouden met de grote belangen die verschillende overheden nog steeds hebben in een aantal telecombedrijven en de forse koersdaling van de bijbehorende aandelen, verandert dit beeld namelijk drastisch. Sterker nog, in de meeste gevallen blijken overheden er per saldo flink op achteruit te zijn gegaan, omdat zij een fors vermogensverlies op hun aandeel in telecom-aandelen hebben geleden. Dit opmerkelijke feit wordt onderstaand toegelicht aan de hand van een eenvoudige rekensom die voor een viertal landen (Nederland, Duitsland, Frankrijk en Finland) is gemaakt.

De Duitse en Nederlandse overheden hebben via een veiling de licenties verdeeld, terwijl Finland deze gratis heeft uitgedeeld <sup>2</sup>. In Frankrijk zal in de loop van dit jaar een zogenoemde 'schoonheidswedstrijd' plaatsvinden, waarbij de kosten per vergunning zijn vastgesteld op EUR 4,95 miljard. Bij een schoonheidswedstrijd wijst de overheid de frequenties toe aan de bedrijven met het beste

ondernemingsplan. In dit geval zijn bedrijven een vast en in het algemeen relatief laag bedrag of zelfs alleen een vergoeding voor de gemaakte veilingkosten verschuldigd. Overigens is nog niet duidelijk of de Franse overheid de geplande inkomsten van de vier aangeboden licenties kan binnenhalen (EUR 20 miljard), aangezien twee partijen zich recentelijk hebben teruggetrokken uit de Franse umts-race.

In het oog springt dat de overheid in alle vier landen nog steeds een aanzienlijk belang heeft in een aantal telecombedrijven, die één of meerdere licenties hebben bemachtigd. Zo bezit de Duitse staat 43 procent van de aandelen in Deutsche Telekom, terwijl de Nederlandse overheid een zelfde percentage aandelen bezit in KPN. Ook de Finse overheid heeft nog steeds een aanzienlijk belang in het Finse telecombedrijf Sonera (53 procent). Koploper van dit rijtje vormt evenwel de overheid in Frankrijk met een bezit van liefst 63 procent in France Telecom. Als het koersverloop van de aandelen van deze vier bedrijven wordt bestudeerd, blijkt dat hun beurskoers sinds de eerste veiling in het Verenigd Koninkrijk in maart 2000 drastisch in waarde is gedaald. Dit is in [figuur 1](#) te zien. Dit koersverloop kan waarschijnlijk voor een deel worden toegeschreven aan het bekend worden van de hoge schuldenlasten als gevolg van de umts-veilingen, hoewel hierbij wel moet worden opgemerkt dat over de hele linie het beursklimaat in de telecomsector is verslechterd. Teneinde een nauwkeuriger beeld te krijgen van het negatieve effect van de umts-frequenties op de koers van telecomaandelen, is de koersdaling van elk aandeel gecorrigeerd voor het verloop van de bijbehorende nationale beursindex<sup>3</sup>.



#### Afname overheidsbezit

Vervolgens is in [tabel 2](#) voor elk land de afname van de waarde van het overheidsbezit berekend. De gecorrigeerde koersontwikkeling wordt daarbij uitgedrukt als het verschil tussen de koersverandering van het betreffende telecomaandeel en de koersmutatie van bijbehorende nationale index. Uit [tabel 1](#) blijkt dat de gecorrigeerde aandelenkoers van kpn in de betreffende periode relatief het sterkste is gedaald (met zeventig procent, zie één na laatste kolom). Dit betekent evenwel niet dat de Nederlandse overheid in absolute zin de grootste verliezer is. Dat blijkt namelijk de Duitse overheid te zijn, die de waarde van haar bezit in Deutsche Telekom ziet afnemen met liefst EUR 67,8 miljard ([tabel 2](#), kolom mutatie overheidsbezit). Oorzaak hiervan is het grote overheidsbelang in Deutsche Telekom (liefst 1,3 miljard aandelen). Indien de verliezen worden verminderd met de directe (verwachte) opbrengsten uit de verdeling van de licenties, blijkt de Franse overheid met een negatieve opbrengst van EUR 44,3 miljard als grote verliezer uit de bus te komen. Opvallend is voorts dat de netto-opbrengst voor de Finse overheid (in absolute termen) redelijk gunstig is uitgevallen, ondanks dat de licenties daar gratis zijn uitgedeeld.

**Tabel 2**

**Tabel 2. Netto opbrengsten umts-veilingen**

Land	overheidsbezit (in miljarden aandelen)	gecorrigeerde koersmutatie aandeel (in EUR)	mutatie overheidsbezit (miljard EUR)	bruto- opbrengst (miljard EUR)	netto- opbrengst (miljard EUR)	netto- verlies procent bbp
Nederland	0,42	-51,0	-21,3	2,6	-18,7	5,0
Duitsland	1,31	-51,8	-67,8	50,5	-17,3	0,8
Frankrijk	0,65	-99,3	-64,3	20,0	-44,3	3,2
Finland	0,39	-38,1	-15,0	0,0	-15,0	11,8

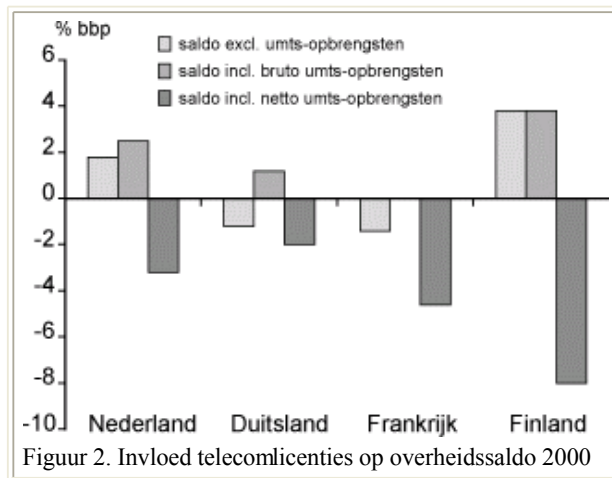
Bron: Thomson Financial Datastream, eigen berekeningen.

**Tabel 1**

**Tabel 1. Gecorrigeerde koersontwikkeling van aandelen van telecomaandelaars (in procenten)**

land	ontwikkeling nationale index	ontwikkeling aandeel	gecorrigeerde ontwikkeling aandeel	gecorrigeerde mutatie aandeel (EUR)
Nederland	-7,0	-77,0	-69,9	-51,0
Duitsland	-15,9	-66,1	-50,2	-51,8
Frankrijk	-9,0	-55,2	-46,1	-99,3
Finland	-34,8	-76,6	-41,7	-38,1

Uit deze korte analyse blijkt dat het effect van de umts-veilingen voor de overheidsfinanciën minder rooskleurig is dan het in eerste instantie lijkt. Als de overheden een balans zouden publiceren waarin de deelnemingen op marktwaarde zouden worden gewaardeerd, zou het jaar 2000 'dankzij' de umts-veilingen voor wat betreft de Europese overheidsfinanciën een triest beeld hebben getoond. Alle overheidssaldi zouden dan weer in het rood schieten, waarbij de Finse overheid zelfs een tekort zou hebben van circa acht procent bbp (zie [figuur 2](#)).



## Evaluatie

Sommige overheden hebben zich vooraf rijk gerekend met de opbrengst van umts-veilingen. Uit bovenstaande analyse blijkt echter dat deze eenmalige 'windfall profit' tevens gepaard ging met extra geprononceerde koersdalingen van telecom-aandelen. Omdat de overheid in meerdere landen grootaandeelhouder is in het nationale telecombedrijf, kende de veilingopbrengst een keerzijde in de vorm van een fors vermogensverlies dat de veilingopbrengst ruimschoots overtrof.

Dat overheden bewust hebben gekozen voor een veiling dan wel voor een schoonheidswedstrijd, staat buiten kijf. Of het resultaat voorzien is en of overheden bij hun beslissing een bewuste afweging hebben gemaakt tussen korte termijn kosten (in de vorm van een afnemende waarde van het overheidsbezit) en lange termijnopbrengsten, blijft echter een open vraag.

Een tweede vraag die men kan stellen is of overheden van individuele landen zich überhaupt aan het veilinggebeuren konden onttrekken. De ervaring van Finland, dat de licenties gratis uitdeelde maar in relatieve zin toch het grootste verlies moest incasseren, wijst er op dat dit niet kan. Daarbij speelt het feit dat het Finse bedrijf Sonera via samenwerkingsverbanden eveneens in andere landen aan veilingen heeft deelgenomen een duidelijke rol. Ook kan worden gewezen op het koersverloop van het aandeel KPN, dat zeker ook sterk heeft geleden onder de ontwikkelingen op de veilingen in Duitsland. De internationale verwevenheid van telecombedrijven maakt het op deze manier onmogelijk voor overheden om op eigen houtje een juiste strategie te kiezen.

## Lessen

Hoe hadden landen dit probleem kunnen omzeilen?

Ten eerste hadden overheden beter een internationale, gecoördineerde strategie kunnen toepassen. Alleen internationaal opereren, waarbij landen gezamenlijk voor een verdeling van de licenties per schoonheidswedstrijd zouden kiezen, had een dergelijk grote financiële strop wellicht kunnen voorkomen. Bedrijven zouden in dat geval, anders dan bij veilingen, met minder hoge schuldenlasten worden opgezadeld, waardoor de opgetreden koerscorrectie van telecom-aandelen waarschijnlijk minder fors was geweest.

Ten tweede kan, met wijsheid achteraf, worden gesteld dat men, met het oog op maximalisatie van de opbrengsten voor de overheidsfinanciën, beter eerst de staatsdeelnemingen in telecombedrijven had kunnen afstoten alvorens tot een veiling van umts-frequenties over te gaan. Dan zou het koersverlies op telecombedrijven geheel ten koste van particuliere beleggers zijn gekomen. Of een dergelijke impliciete vermogensbelasting voor beleggers in telecom-aandelen economisch dan wel moreel valt te rechtvaardigen, mag echter worden betwist.

## Tot besluit

De euforie rondom de umts-veilingen die in het begin van 2000 nog onder overheden heerste, is in de loop van dat jaar langzamerhand weggeëbd. Daarbij lagen de veilingopbrengsten in veel gevallen ruimschoots onder de revenuen, die overheden aanvankelijk hadden verwacht. Het teleurstellende beeld wordt nog eens extra benadrukt als rekening wordt gehouden met de forse koerscorrectie van telecom-aandelen en de daarmee gepaard gaande afname van het overheidsbezit.

Uiteraard is de analyse in dit artikel gebaseerd op de koersontwikkeling tot nu toe. Het kan dan ook gebeuren dat op de lange termijn de aandelenkoersen van de telecombedrijven - en daarmee het staatsaandeel daarin - weer fors in waarde stijgen. Daarnaast kan worden opgemerkt dat de index van de Nasdaq, de Amerikaanse technologiebeurs die geldt als graadmeter ten aanzien van technologiefondsen wereldwijd, in de loop van 2000 per saldo ook fors is gedaald. Wellicht dat dit laatste gegeven de bovenstaande bevindingen wat zou nuanceren.

De les die in ieder geval kan worden getrokken is dat een gratis lunch niet bestaat, ook niet voor een overheid die als monopolist denkt de opbrengst van de umts-licenties te kunnen maximaliseren

---

**1** Het idee voor dit verhaal is ontstaan naar aanleiding van de inleiding van A.L. Bovenberg op het KONGSI-Congres (Tilburg, 19 september 2000). Zie ook zijn bijdrage in *Defacto*, november 2000.

**2** Voor een bespreking van het veilinginstrument wordt verwezen naar M.A. Haan en L.A. Toolsema, [Duurdere licenties, lagere prijzen?](#), *ESB*, 29 september 2000, blz. 766-767 of: Waves of the future, *The Economist*, 6 juli 2000.

**3** Dit betreft respectievelijk aandelen KPN, Deutsche Telekom, France Telecom en Sonera, gecorrigeerd voor koersbewegingen van national indices (periode maart 2000 t/m januari 2001).