

**Besluit
Openbaar**

Ons kenmerk: 104141/118
Zaaknummer: 104141 WACC-besluit Loodswezen 2014 e.v.
Datum: 23-4-2013

**Pagina
1/51**

Muzenstraat 41 | 2511 WB Den Haag
Postbus 16326 | 2500 BH Den Haag

T 070 722 20 00 | F 070 722 23 55
info@acm.nl | www.acm.nl | www.consuwijzer.nl

**Besluit
Openbaar**

1	Inleiding	3
2	Juridisch kader	3
2.1	Wettelijk kader	3
2.2	Eerdere besluiten van de Raad	5
2.2.1	Primair WACC-besluit 2009-2013.....	5
2.2.2	Uitspraak van de rechtbank Rotterdam	5
2.2.3	Hernieuwde beslissing op bezwaar	6
3	Procedure	7
4	Beoordeling door ACM	10
4.1	Inleiding.....	10
4.2	Opzet WACC	11
4.3	Algemene uitgangspunten	12
4.4	Kostenvoet vreemd vermogen.....	15
4.4.1	Risicovrije rente	15
4.4.2	Rente-opslag.....	20
4.4.3	Conclusie	23
4.5	Kostenvoet eigen vermogen	23
4.5.1	Marktrisicopremie	23
4.5.2	Bèta.....	27
4.5.3	Opslag niet-systematisch risico	35
4.5.4	Small firm premium	39
4.5.5	Conclusie	41
4.6	Gearing en belastingvoet.....	41
4.6.1	Gearing	41
4.6.2	Belastingvoet	44
4.7	Vaststelling van de hoogte van de WACC.....	45
5	Besluit	45
	Bijlage 1	47
	Bijlage 2	51

Besluit Openbaar

Besluit van de Autoriteit Consument en Markt als bedoeld in artikel 2.9, zesde lid van het Besluit markttoezicht registerloodsen.

1 Inleiding

1. Op 1 april 2013 is de Instellingswet Autoriteit Consument en Markt in werking getreden¹. Vanaf die datum is de Autoriteit Consument en Markt (hierna: ACM) de rechtsopvolger van de Nederlandse Mededingingsautoriteit, de Onafhankelijke Post en Telecommunicatie Autoriteit en de Consumentenautoriteit.
2. In dit besluit wordt aangegeven welke vermogenskostenvoet ACM hanteert voor het Loodswezen² in het kader van de Wet markttoezicht registerloodsen. De in dit besluit vastgestelde vermogenskostenvoet geldt voor de periode vanaf 2014 tot en met 2018.

2 Juridisch kader

2.1 Wettelijk kader

3. Op 1 januari 2008 is de Wet markttoezicht registerloodsen in werking getreden.³ De Wet markttoezicht registerloodsen wijzigt onder meer de Loodsenwet en draagt de regulering van de loodsgeldtarieven op aan ACM.⁴
4. Ingevolge artikel 27b, eerste lid, Loodsenwet (hierna: Lw) stelt de ledenvergadering van de Nederlandse Loodsencorporatie, in het belang van een op de kosten gebaseerde

¹ Instellingswet Autoriteit Consument en Markt (Stb. 2013, 102).

² Onder het Loodswezen wordt het geheel verstaan van de registerloodsen verenigd in de Nederlandse loodsencorporatie, de vier regionale loodsencorporaties (respectievelijk Noord, Amsterdam, Rotterdam-Rijnmond en Scheldemonden en Nederlands Loodswezen B.V.), met inbegrip van het daar in dienst zijnde personeel (Tweede kamer, vergaderjaar 2002-2003, 24036, nr. 282). Kortheidshalve is het Loodswezen de algemene noemer voor de organisaties en samenwerkingsverbanden van zowel de publiekrechtelijke als privaatrechtelijke organisaties.

³ Wet van 20 december 2007 tot wijziging van de Loodsenwet en enige andere wetten in verband met de invoering van markttoezicht op het aanbod van dienstverlening door registerloodsen en een herziening van de loodsgeldtariefstructuur (Wet markttoezicht registerloodsen), Stb. 2007, 559.

⁴ In de Loodsenwet is de regulering van de loodsgeldtarieven aan de Raad van Bestuur van de Nederlandse Mededingingsautoriteit opgedragen. Per 1 april 2013 zijn de bevoegdheden van de NMa met de Instellingswet ACM opgedragen aan ACM. In dit besluit wordt daarom uitsluitend ACM genoemd.

Besluit Openbaar

tariefstelling, een toerekeningssysteem vast voor de kosten van de diensten en taken, bedoeld in artikel 27a, en de verplichtingen bedoeld in artikel 26, tweede lid, onder a.

5. In hoofdstuk 2, paragraaf 1 (artikelen 2.1 tot en met 2.10) van het Besluit markttoezicht registerloodsen⁵ (hierna: Bmr) zijn bepalingen opgenomen omtrent de inrichting van het kostentoerekeningssysteem. In artikel 2.1 van het BMr is bepaald dat het kostentoerekeningssysteem als bedoeld in artikel 27b Lw wordt ingericht overeenkomstig deze paragraaf. Een onderdeel van het kostentoerekeningssysteem is de berekening van de vermogenskosten.
6. Ingevolge artikel 2.9, zesde lid, van het Bmr is de berekening van de vermogenskosten gebaseerd op een methode, met inbegrip van de daarvan deel uitmakende parameters, die voldoet aan algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principes. ACM stelt deze methode en parameters bij besluit vast.
7. In de toelichting bij artikel 2.9 van het Bmr is gesteld dat het in de rede ligt dat ACM de Weighted Average Cost of Capital (hierna: WACC) zal hanteren.⁶ De wetgever heeft daarbij overwogen dat deze methode een algemeen aanvaarde bedrijfseconomische rekenmethode is om vermogenskosten vast te stellen. Deze methode stelt een rendement vast dat, door middel van een vaste formule, wordt uitgedrukt als een percentage van het geïnvesteerd vermogen per jaar.
8. Ten aanzien van de vermogenskostenvergoeding heeft de wetgever overwogen dat het Loodswezen recht heeft op een *redelijk* rendement waarbij moet worden voorkomen dat een monopolistische aanbieder van diensten overwinsten maakt.⁷ Daarnaast dienen de loodsgeldtarieven op grond van artikel 27g, eerste lid, onder b Lw bij te dragen aan de meest efficiënte werkwijze. De WACC maakt deel uit van de vaststelling van de loodsgeldtarieven.

⁵ Besluit van 20 december 2007, houdende bepalingen in verband met de invoering van markttoezicht op het aanbod van dienstverlening door registerloodsen en een herziening van de loodsgeldtariefstructuur (Besluit markttoezicht registerloodsen), Stb. 2007, 561.

⁶ Besluit markttoezicht registerloodsen, Stb. 2007, 561, p. 19-20.

⁷ Kamerstuk 30913 nr. 3, Memorie van toelichting, paragraaf 4.2.5.3.

Besluit Openbaar

2.2 Eerdere besluiten van de Raad

2.2.1 Primair WACC-besluit 2009-2013

9. Op 14 april 2008 heeft de Raad van Bestuur van de Nederlandse Mededingingsautoriteit (hierna: de Raad) voor de periode 2009 tot en met 2013 de WACC vastgesteld op 11,1 procent (hierna: primair WACC-besluit 2009-2013).⁸ Tegen het voornoemde besluit is door het Loodswezen bezwaar gemaakt. De bezwaargronden van het Loodswezen betroffen (a) dat de parameters onvoldoende consistent en op basis van de meest recente gegevens zouden zijn vastgesteld, (b) dat de parameters risicovrije rente, de asset bèta, en de rente-opslag onjuist zouden zijn vastgesteld en (c) dat er ten onrechte geen rekening zou zijn gehouden met een opslag voor niet-systematisch risico. Deze bezwaren zijn door de Raad op 30 september 2008 ongegrond verklaard. Het Loodswezen heeft daarop beroep ingesteld bij de rechtbank Rotterdam.

2.2.2 Uitspraak van de rechtbank Rotterdam

10. De rechtbank Rotterdam heeft op 20 januari 2011 uitspraak gedaan en daarbij het beroep van het Loodswezen gegrond verklaard en de voornoemde beslissing op bezwaar vernietigd. Naar het oordeel van de rechtbank kleefde aan het besluit een drietal gebreken. Deze betreffen (a) de actualisering van de gebruikte gegevens in bezwaar, (b) de motivering van het gebruik van gegevens die zijn verzameld voor de energiesector voor de parameter risico-opslag en (c) het op nihil stellen van de parameter niet-systematisch risico. De tegen de overige parameters gerichte beroepsgronden treffen geen doel. Hierna wordt het oordeel van de rechtbank op genoemde drie punten weergegeven.

Actualisering gegevens

11. De rechtbank achtte het besluit onzorgvuldig voorbereid dan wel niet deugdelijk gemotiveerd op het punt van de actualisering van de gebruikte gegevens. Dit gold voor de voorbereidingsfase en de bezwaarfase. De rechtbank overwoog dat als uitgangspunt dient te gelden dat bij de vaststelling van de parameters gebruik wordt gemaakt van de meest recente beschikbare gegevens. Een zekere marge tussen de actualiteit van de gegevens en het moment waarop op basis van deze gegevens een besluit wordt genomen, is naar het oordeel van de Rechtbank praktisch onontkoombaar. In het bestreden besluit zat er echter een lange periode tussen de vaststelling van de parameter

⁸ Dossiernummer 200101/14.

Besluit Openbaar

bèta bij het primaire besluit en de gegevens en adviezen waarop deze vaststelling is gebaseerd.

Gebruik gegevens energiesector voor parameter rente-opslag

12. Voor de beoordeling van de vraag of de bestreden parameters voldoen aan het criterium van algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principes heeft de rechtbank deskundigenadvies ingewonnen. De rechtbank heeft dit advies gevolgd en stelt vast dat de Raad onvoldoende heeft gemotiveerd waarom de door hem gebruikte gegevens geschikt zijn voor de vaststelling van de parameter rente-opslag. De rechtbank was van oordeel dat het gebruik van de gegevens met betrekking tot de parameter rente-opslag die zijn verzameld ten behoeve van de regulering van de energiesector op zich genomen niet ongeoorloofd is, maar dat de Raad op heldere en juiste wijze zal dienen te beargumenteren waarom die gegevens geschikt zijn voor de vaststelling van de rente-opslag.

Parameter niet-systematisch risico

13. De rechtbank heeft het advies van de deskundige ook op het punt van de parameter niet-systematisch risico gevolgd en stelde vast dat het op nihil stellen van de opslag voor niet-systematisch risico, zonder daarbij aandacht te besteden aan de specifieke bedrijfsomstandigheden van het Loodswezen, niet voldoet aan het criterium van algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principes.

2.2.3 Hernieuwde beslissing op bezwaar

14. Op 13 juli 2012 heeft de Raad opnieuw een beslissing op bezwaar genomen (hierna: hernieuwde beslissing op bezwaar). Hieraan voorafgaand is nader onderzoek verricht op basis waarvan de gebruikte gegevens zijn geactualiseerd en de parameters opnieuw zijn vastgesteld. De bezwaren van het Loodswezen zijn daarmee gegrond verklaard en de vermogenskostenvoet is opnieuw vastgesteld, ditmaal op 12,26 procent.
15. In de hernieuwde beslissing op bezwaar gaat de Raad in op de parameter niet-systematisch risico. Daarbij heeft de Raad onder meer de efficiëntie van de organisatievorm van het Loodswezen onderzocht en de consequentie die dit heeft voor de WACC. Voor het in opdracht van de Raad uitgevoerde onderzoek is ervan uitgegaan dat registerloodsen zich als een vennootschap kunnen organiseren, in plaats van de huidige organisatievorm waarin de registerloodsen in maatschappen verenigd zijn. Het onderzoeksbureau, Frontier Economics, concludeert dat bij een gewijzigde organisatievorm er geen reden is voor een opslag voor niet-systematisch risico, maar dat

Besluit Openbaar

gelet op de marktwaarde van het eigen vermogen van de onderneming wel toepassing van een 'small firm premium' in de rede ligt bij de bepaling van de WACC.

16. In de hernieuwde beslissing op bezwaar is als volgt overwogen.
*De Raad acht het standpunt van Frontier Economics met betrekking tot de organisatievorm principieel en verreichend. De Raad acht een nadere beschouwing noodzakelijk om na te gaan wat in het kader van de WACC de meest optimale organisatievorm zou zijn voor het Loodswezen. Naar het oordeel van de Raad dient dit in het kader van de volgende reguleringsperiode voor het Loodswezen plaats te vinden. Het principiële karakter van een dergelijke beslissing brengt met zich dat daarbij ook de gevolgen voor de komende jaren moeten kunnen worden betrokken. (...)*⁹
17. In de hernieuwde beslissing op bezwaar is verder als volgt overwogen.
*De Raad zal daarom bij de vaststelling van de vermogenskostenvoet voor het Loodswezen een [opslag van] 2% hanteren. Wel ziet de Raad in de grote onzekerheden rondom de SFP [small firm premium] aanleiding om nader onderzoek te doen.*¹⁰
18. De in beide randnummers bedoelde onderzoeken zijn in het kader van het onderhavige besluit uitgevoerd. De resultaten hiervan zijn opgenomen in paragraaf 4.5.3 en paragraaf 4.5.4.

3 Procedure

19. Ter voorbereiding van onderhavig besluit heeft ACM meerdere onderzoeken laten uitvoeren. De resultaten van deze onderzoeken zijn gebruikt voor de onderbouwing van de verschillende parameters van de WACC. Het gaat om de volgende onderzoeken.
20. Zoals hiervoor in paragraaf 2.2.3 is weergegeven, is in de hernieuwde beslissing op bezwaar voor de WACC voor de periode 2009 tot en met 2013 aangekondigd om nader onderzoek te laten doen naar de vraag of er in onderhavig besluit bij de bepaling van de kostenvoet eigen vermogen rekening moet worden gehouden met een small firm premium. Dit onderzoek is uitgevoerd door Boer & Croon. Dit bureau heeft op 4

⁹ Hernieuwde beslissing op bezwaar, randnummer 169.

¹⁰ Hernieuwde beslissing op bezwaar, randnummer 176.

Besluit Openbaar

september 2012 haar eindconclusies gerapporteerd aan ACM.¹¹

21. Het onderzoek naar de organisatievorm van het Loodswezen, zoals dit eveneens aangekondigd is in de hernieuwde beslissing op bezwaar, is uitgevoerd door Pels Rijcken & Drooglever Fortuijn (hierna: Pels Rijcken). Pels Rijcken heeft verslag van het onderzoek gedaan in een tweetal adviezen. Het eerste advies is gericht op de vraag in hoeverre het mogelijk is voor loodsenassociaties zich om te vormen tot een rechtspersoon en welke stappen daarvoor moeten worden gezet. Hierover heeft Pels Rijcken gerapporteerd op 1 november 2011 (hierna: Pels Rijcken-1).¹² Het tweede advies is gericht op de vraag welke consequenties de omvorming tot een rechtspersoon heeft voor de wettelijke beperking van de aansprakelijkheid zoals bepaald in artikel 3 van de Loodsenwet. Hierover heeft Pels Rijcken gerapporteerd op 3 december 2012 (hierna: Pels Rijcken-2).¹³
22. ACM heeft ten aanzien van enkele specifieke parameters, te weten de risicovrije rente en de marktriscopremie, advies gevraagd aan The Brattle Group (hierna: Brattle). Brattle heeft hierover op 26 november 2012 gerapporteerd.¹⁴ Dit rapport wordt hierna als Brattle-1 aangehaald.
23. Op 31 oktober 2012 heeft ACM het Loodswezen om inlichtingen verzocht ten aanzien van vergelijkingsgroep, investeringen, schulden en gearing van het Loodswezen.¹⁵ Het Loodswezen heeft op 13 november 2012 gereageerd.¹⁶
24. Daarnaast heeft ACM op 31 oktober 2012 het Loodswezen geïnformeerd over de aanstaande instelling van de ACM (zie randnummer 35) en het streven de WACC naar de beste gezamenlijke inzichten vast te stellen. Ook heeft ACM aangekondigd dat de methodiek ter bepaling van de WACC als gevolg daarvan op een aantal onderdelen zal afwijken van de methode die gehanteerd is in het primair WACC-besluit 2009-2013.

¹¹ Boer & Croon, 'Additioneel onderzoek naar de Small Firm Premium', d.d. 31 augustus 2012, dossiernummer 103967/17.

¹² Pels Rijcken, d.d. 1 november 2011, dossiernummer 104141/126.

¹³ Pels Rijcken, d.d. 3 december 2012, dossiernummer 104141/127.

¹⁴ The Brattle Group, 'Calculating the Equity Risk Premium and the Risk-free Rate', d.d. 26 november 2012, dossiernummer 104141/102.

¹⁵ Dossiernummer 104141/59, 104141/60.

¹⁶ Dossiernummer 104141/68, 104141/69.

Besluit Openbaar

25. Op basis van Brattle-1 en analyses van ACM heeft ACM de uitgangspunten voor de WACC-berekening bepaald. Een samenvatting van de voorgenomen uitgangspunten die ACM zal hanteren ter bepaling van de WACC is op 21 november 2012 aan het Loodswezen gestuurd.¹⁷
26. Brattle heeft op basis van de door ACM geformuleerde uitgangspunten een voorlopige berekening van de WACC voor het Loodswezen in de periode 2014 tot en met 2018 gemaakt. Deze voorlopige berekening van de WACC heeft Brattle op 28 november 2012 opgeleverd.¹⁸ Dit rapport wordt hierna als Brattle-2 aangehaald.
27. Op 29 november 2012 zijn de rapportages van Brattle-1, Brattle-2, Boer & Croon, Pels Rijcken-1 en Pels Rijcken-2 aan het Loodswezen toegestuurd.¹⁹ Het Loodswezen is daarbij in de gelegenheid gesteld te reageren. Het Loodswezen heeft bij haar reactie een rapport van JBR over de WACC van het Loodswezen²⁰ en een rapport met een nadere analyse over de referentiegroep²¹ gevoegd. Ook heeft het Loodswezen een advies van De Brauw Blackstone Westbroek (hierna: De Brauw) over de organisatiestructuur²² toegestuurd. Deze reactie inclusief rapporten heeft ACM op 8 februari 2013 ontvangen.²³
28. Op 18 februari 2013 heeft een bespreking tussen medewerkers van ACM en het Loodswezen plaatsgevonden. Tijdens deze bespreking heeft het Loodswezen de toegestuurde rapporten en het advies ten aanzien van de berekening van de WACC toegelicht mede op basis van vragen van ACM.

9/51

¹⁷ Dossiernummer 104141/70.

¹⁸ The Brattle Group, 'The WACC for the Dutch TSOs, DSOs, water companies and the Dutch Pilotage Organisation', *final for consultation*, d.d. 28 november 2012, dossiernummer 104141/97.

¹⁹ Dossiernummer 104141/80.

²⁰ JBR Corporate Finance, 'De WACC van het Loodswezen voor de periode 2014-2018', d.d. 7 februari 2013, dossiernummer 104141/101.

²¹ JBR Corporate Finance, 'De referentiegroep van het Loodswezen – nadere analyse', d.d. 7 februari 2013, dossiernummer 104141/101.

²² De Brauw Blackstone Westbroek, 'Organisatievorm Loodswezen', d.d. 7 februari 2013, dossiernummer 104141/101.

Dit advies bevat als bijlage een advies van De Brauw d.d. 28 augustus 2000.

²³ Dossiernummer 104141/101.

Besluit Openbaar

29. De definitieve rapportage Brattle-2 is op 4 maart 2013 aan ACM opgeleverd.²⁴ Dit rapport is op 14 maart 2013 aan het Loodswezen gestuurd.²⁵
30. Op 5 maart 2013 heeft ACM nadere vragen aan het Loodswezen gesteld over de organisatievorm en de belastingvoet.²⁶ Het Loodswezen heeft de vragen op 8 maart 2013 beantwoord. Bij deze reactie heeft het Loodswezen aanvullende adviezen van De Brauw en JBR gevoegd.²⁷
31. Tot slot heeft ACM een aanvullend advies aan Pels Rijcken gevraagd (hierna: Pels Rijcken-3). Dit advies betreft de gevolgen van de omvorming tot rechtspersoon, verschaffing van werkkapitaal en financiering van het Loodswezen in combinatie met de aansprakelijkheid van registerloodsen. Pels Rijcken heeft dit advies op 15 april 2013 afgerond.²⁸

4 Beoordeling door ACM

4.1 Inleiding

32. De WACC betreft een vergoeding voor de hoogte van de vermogenskosten van de gereguleerde activiteiten. ACM stelt de WACC vast op grond van artikel 2.9, zesde lid, van het Besluit markttoezicht registerloodsen.
33. ACM gaat bij de vaststelling van de vermogenskostenvergoeding uit van de WACC-methodiek. Op deze wijze sluit ACM aan bij de bedoeling van de wetgever zoals deze in paragraaf 2.1 is weergegeven. Een beschrijving van de methodiek is opgenomen in bijlage 1.
34. ACM acht het van belang om in dit besluit een transparante en voorspelbare reguleringssystematiek neer te leggen. Onderdeel hiervan is een stabiele en transparante

²⁴ The Brattle Group, 'The WACC for the Dutch TSOs, DSOs, water companies and the Dutch Pilotage Organisation', d.d. 4 maart 2013, dossiernummer 104141/112.

²⁵ Dossiernummer 104141/113.

²⁶ Dossiernummer 104141/109.

²⁷ Dossiernummer 104141/114.

²⁸ Dossiernummer 104141/119.

Besluit Openbaar

methode voor de berekening van de WACC.

35. Sinds 1 april 2013 is de Nederlandse Mededingingsautoriteit met de Consumentenautoriteit en de Onafhankelijke Post- en Telecomautoriteit gefuseerd tot ACM. De besluiten ter vaststelling van de WACC worden zodoende vanaf die datum door ACM genomen. ACM hecht er aan dat de verschillende WACC's die zij vaststelt consistent zijn zonder daarbij de eigen kenmerken van de verschillende sectoren uit het oog te verliezen. Tevens benadrukt ACM dat zij bij elke vaststelling van de WACC ernaar streeft om de WACC naar de beste inzichten vast te stellen. De fusie tot ACM is een additionele aanleiding om de voorheen bestaande methodologie te heroverwegen en waar nodig verbeteringen aan te brengen.
36. Dit heeft ertoe geleid dat een aantal aspecten van de methode zijn aangepast ten opzichte van de methode waarmee de WACC voor de periode 2009 tot en met 2013 is bepaald. Daar waar dit het geval is, wordt dit in de navolgende paragrafen benoemd.
37. In dit hoofdstuk wordt in paragraaf 4.2 nader ingegaan op de algemene systematiek van de WACC. Daarna worden in paragraaf 4.3 de algemene uitgangspunten voor de vaststelling van de WACC behandeld. In de paragrafen 4.4 tot en met 4.6 worden de afzonderlijke parameters van de WACC door ACM ingevuld. In paragraaf 4.7 wordt de hoogte van de WACC door ACM vastgesteld.

4.2 Opzet WACC

38. Zoals hiervoor reeds aangegeven baseert ACM zich bij de vaststelling van de vermogenskostenvoet op de WACC. De WACC omvat zowel een vergoeding voor de financiering met vreemd vermogen als een vergoeding voor de financiering met eigen vermogen. De kostenvoet voor het eigen vermogen wordt bepaald met behulp van het 'Capital Asset Pricing Model' (hierna: CAPM). Met het CAPM is het mogelijk om een vergoeding te berekenen voor alle systematische risico's (marktrisico's) die een sector loopt. ACM is zich ervan bewust dat er andere modellen beschikbaar zijn om de kostenvoet eigen vermogen te bepalen.²⁹ ACM kiest ervoor het CAPM te hanteren, omdat dit de meest algemeen aanvaarde bedrijfseconomische rekenmethode is om de kostenvoet eigen vermogen vast te stellen en de wetgever in de toelichting bij het Besluit

²⁹ Modellen zoals het Dividend Growth Model en het Arbitrage Pricing Theory Model.

Besluit Openbaar

‘redelijk’ sluit ACM aan bij het gegeven dat de WACC deel uitmaakt van het tariefvoorstel. Het tariefvoorstel moet, op grond van artikel 27g, eerste lid, onder b, Lw, bijdragen aan de meest efficiënte werkwijze van de registerloodsen. ACM concludeert hieruit dat uit deze wettelijke systematiek volgt dat ook het hanteren van een normatieve WACC moet bijdragen aan een meer efficiënte werkwijze van de registerloodsen. De maatstaf hiervoor is naar het oordeel van ACM een efficiënt gefinancierde onderneming. Een dergelijke werkwijze wordt ook in andere gereguleerde sectoren toegepast.

42. Het Loodswezen is een andere mening toegedaan. Het Loodswezen stelt dat er bij verschillende parameters moet worden uitgegaan van de huidige situatie van het Loodswezen. Zoals hiervoor overwogen, volgt ACM deze opvatting niet. De opvatting van het Loodswezen zou slechts betekenen dat de bestaande situatie van het Loodswezen in het besluit wordt vastgelegd. Daarmee wordt het door de wetgever beoogde redelijke rendement ingewisseld voor het feitelijk door het Loodswezen genoten rendement. ACM zal in het navolgende bij de verschillende parameters, voor zover het Loodswezen daarbij opmerkingen heeft gemaakt, een nadere toelichting geven waarom de door haar gemaakte keuzes representatief zijn voor het Loodswezen.

Gebruikte gegevens

43. Bij het vaststellen van de WACC is ACM gericht op het zo goed mogelijk schatten van toekomstige ontwikkelingen. ACM beschouwt historische gegevens (tot aan februari 2013) als het beste vertrekpunt voor voorspellingen van de toekomst waarbij prognoses mogelijk worden gebruikt voor een controle op plausibiliteit. ACM overweegt dat het uitsluitend gebruik van prognoses niet wenselijk is omdat de objectiveerbaarheid en stabiliteit van deze gegevens vaak onderwerp van discussie is. ACM bepaalt per parameter hoe op de meest accurate wijze de waarden voorspeld kunnen worden. Dat betekent ook dat de referentieperiodes voor de verschillende parameters niet per definitie dezelfde zijn.

Puntschatting versus bandbreedtes

44. In het primair WACC-besluit 2009-2013 bepaalde ACM de WACC door voor een aantal parameters een bandbreedte op te nemen. In dit besluit hanteert ACM voor elke parameter een puntschatting (één waarde). ACM heeft twee redenen voor deze wijziging. Enerzijds zijn de waardes aan de onderkant (respectievelijk bovenkant) van de bandbreedte niet altijd onderling consistent. Er is geen bewijs dat bijvoorbeeld de bovenkant van de bandbreedte van de bèta altijd consistent is met de schatting van de bovenkant van de bandbreedte van de marktrisicopremie. Rekenen met een puntschatting voorkomt deze mogelijke inconsistentie. Anderzijds is gebleken dat het gebruik van

Besluit Openbaar

bandbreedtes numeriek tot een overschatting van de WACC kan leiden. Wanneer alle parameters aan de onder- respectievelijk bovenkant van de bandbreedte met elkaar worden gecombineerd ontstaat een versterkend effect dat leidt tot een overschatting van het middelpunt van de WACC.

Markten in de Eurozone zijn steeds verder geïntegreerd

45. Brattle-1 heeft onderzocht of het gebruik van nationale dan wel internationale data de voorkeur heeft en komt tot de volgende overwegingen. Ten eerste concludeert Brattle-1 dat beleggers in Nederlandse gereguleerde ondernemingen in principe hun beleggingen internationaal kunnen diversifiëren. Ten tweede geeft Brattle-1 aan dat het niet realistisch is om de Nederlandse markt als een geïsoleerde markt te zien. Redenen hiervoor zijn dat Nederland al lange tijd deel uitmaakt van de Eurozone en internationaal georiënteerd is. Ten derde stelt Brattle-1 dat de gemiddelde belegger in Nederlandse gereguleerde ondernemingen niet wereldwijd belegt, maar een voorkeur heeft voor beleggingen in Europa vanwege factoren zoals politiek risico en informatie-asymmetrie.
46. Dit resulteert er in dat ACM de representatieve data voor de marktrisicopremie vaststelt op basis van Eurozone gegevens. Naast de overwegingen van Brattle-1 stelt ACM dat het hanteren van de Nederlandse AEX-index niet representatief is voor de Nederlandse economie, omdat deze wordt gedomineerd door enkele grote multinationals. Er is een betere sectorale dekking wanneer wordt uitgegaan van een Europese index. Aangezien de Nederlandse belegger de beleggingen waarschijnlijk spreidt in dezelfde valuta om zo geen valutarisico te lopen, worden de Europese gegevens beperkt tot de Eurozone.
47. Verder gaat ACM voor de bepaling van de risicovrije rente niet, zoals in de vorige reguleringsperiode, alleen uit van de Nederlandse staatsobligaties, maar ook van Duitse staatsobligaties (zie randnummers 59 tot en met 66).

Looptijd van besluit

48. ACM overweegt dat de Lw noch het Bmr regels geven voor de periode waarvoor de WACC moet of kan worden vastgesteld. In het primair WACC-besluit 2009-2013 en de navolgende hernieuwde beslissing op bezwaar is uitgegaan van een periode van vijf jaar. Deze looptijd is destijds onder meer afgeleid uit de regels met betrekking tot het kostentoe rekeningsysteem.
49. ACM ziet geen reden om bij de hernieuwde vaststelling van de WACC af te wijken van de voornoemde periode van vijf jaar. ACM overweegt daarbij dat deze geldigheidsduur in het

Besluit Openbaar

belang van de gebruikers bijdraagt aan een stabiele ontwikkeling van de loodsgeldtarieven. Indien noodzakelijk kan ACM ambtshalve of op verzoek van het Loodswezen de WACC gewijzigd vaststellen in geval van bijzondere omstandigheden.

50. JBR heeft aangegeven dat de *methode* ter bepaling van de WACC wel voor langere tijd kan worden vastgesteld, maar dat met gebruik van deze methode de hoogte van de WACC jaarlijks moet worden vastgesteld. JBR verwijst daarbij naar de turbulentie op de financiële markten en het feit dat de WACC een momentopname is. JBR stelt daarom de vraag of een vaste WACC voor een langere periode wel in overeenstemming is met algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principes.
51. In reactie daarop wijst ACM op het gegeven dat in andere gereguleerde sectoren de WACC ook voor een langere periode, drie tot vijf jaar, wordt vastgesteld. ACM ziet in hetgeen door JBR naar voren is gebracht geen aanleiding om bij voorbaat te besluiten dat de WACC jaarlijks moet worden herzien. Zoals eerder aangegeven, kan ACM indien hij dit nodig acht of op verzoek van het Loodswezen de WACC gewijzigd vaststellen in het geval van bijzondere omstandigheden.

4.4 Kostenvoet vreemd vermogen

52. In deze paragraaf bespreekt ACM de parameter kostenvoet vreemd vermogen. De kostenvoet vreemd vermogen is van belang voor het bepalen van de WACC, aangezien de nominale WACC het gewogen gemiddelde is van de kostenvoet vreemd vermogen en de kostenvoet eigen vermogen (gecorrigeerd voor belasting).³¹
53. ACM berekent de kostenvoet vreemd vermogen als de som van de risicovrije rente en de rente-opslag die geldt voor financiering van het Loodswezen.³² ACM begint met de bepaling van de risicovrije rente (paragraaf 4.4.1) en vervolgt met de bepaling van de rente-opslag (paragraaf 4.4.2). ACM sluit deze paragraaf af met de bepaling van de kostenvoet vreemd vermogen op basis van de twee hiervoor genoemde parameters (paragraaf 4.4.3).

4.4.1 Risicovrije rente

54. De eerste parameter voor het bepalen van de kostenvoet vreemd vermogen is de risicovrije rente. De risicovrije rente betreft het in de markt gerealiseerde rendement op

³¹ Bijlage 1, formule (1).

³² Bijlage 1, formule (5).

Besluit Openbaar

een investering zonder enige vorm van risico. In de praktijk bestaat een volledig risicovrije investering echter niet. ACM benadert de risicovrije rente met het geëiste rendement op een staatsobligatie. Bij de bepaling welke staatsobligatie de risicovrije rente het best representeert, spelen de volgende factoren een rol.

Looptijd obligatie

55. In het primair WACC-besluit 2009-2013 hanteerde de Raad een staatsobligatie met een looptijd van 10 jaar. ACM heeft door Brattle-1 laten onderzoeken van welke looptijd uitgegaan moet worden voor de komende periode. De bevindingen in Brattle-1 zijn geen aanleiding voor aanpassing van de looptijd ten opzichte van de vorige reguleringsperiode.³³
56. De looptijd van de staatsobligatie die als referentie wordt gebruikt, is van belang omdat er normaliter een positieve relatie bestaat tussen de looptijd van een (staats)obligatie en het geëiste rendement. Deze positieve relatie is onder meer te verklaren door een groter inflatierisico en een verhoogde kans op faillissement (i.e. wanbetaling) bij obligaties met een langere looptijd. Dit betekent dat een kortlopende staatsobligatie de risicovrije rente in principe het beste benadert. Daartegenover staat dat kortlopende obligaties gevoeliger zijn voor een (conjuncturele) verandering van de economische en monetaire omstandigheden, waardoor het geëiste rendement op deze obligaties meer volatiel is in vergelijking met langlopend schuldpapier. Om deze reden is ACM van mening dat een staatsobligatie met een looptijd van tien jaar de hoogte van de risicovrije rente het beste benadert. Aanvullende argumenten daarvoor zijn dat staatsobligaties met een looptijd van tien jaar op een liquide markt worden verhandeld en dat het in de financiële wereld gebruikelijk is om voor de risicovrije rente aan te sluiten bij staatsobligaties met een looptijd van tien jaar.
57. JBR stelt namens het Loodswezen dat zij zich aansluit bij een looptijd van de staatsobligatie van 10 jaar in het geval van het toepassen van een jaarlijkse vaststelling van de WACC. In paragraaf 4.3 heeft ACM toegelicht waarom een jaarlijkse vaststelling niet geschikt wordt geacht. Op basis van de reactie van JBR ziet ACM geen reden om de looptijd van de staatsobligatie van 10 jaar aan te passen.

16/51

³³ Ook in het WACC-besluit van 14 april 2008 is gekozen voor een periode van 10 jaar. De rechtbank heeft deze periode niet onrechtmatig geacht (Rechtbank Rotterdam 20 januari 2011, LJN: BP1526, r.o. 2.8.3.

Besluit Openbaar

58. ACM hanteert om bovenstaande redenen de staatsobligatie met een looptijd van tien jaar als referentie voor de risicovrije rente.

Nationaliteit obligatie

59. Tevens dient ACM een keuze te maken van welk land de staatsobligaties te hanteren. In het primair WACC-besluit 2009-2013 hanteerde de Raad enkel Nederlandse staatsobligaties. De verschillen tussen geëiste rendementen op een Nederlandse staatsobligatie in vergelijking met staatsobligaties van andere landen in het eurogebied waren toen over het algemeen zeer klein. Gezien de economische en financiële ontwikkelingen van de afgelopen jaren heeft ACM door Brattle-1 nader onderzoek laten verrichten naar de herkomst van de te gebruiken staatsobligaties.
60. Brattle-1 stelt vast dat sinds de financiële crisis in de Eurozone de rentes op staatsobligaties tussen verschillende landen uiteen zijn gaan lopen. Zodoende is de keuze voor nationaliteit meer van belang geworden.
61. Brattle-1 geeft aan dat een Duitse Staatsobligatie (op dit moment) de 'ware' risicovrije rente het beste benadert. Een belegger die geld belegt in een Duitse staatsobligatie ontvangt Europees gezien de laagste rente, omdat het risico bij een Duitse staatsobligatie door de kapitaalmarkt het laagst wordt ingeschat.
62. Verder stelt Brattle-1 dat een strikte toepassing van het CAPM niet voorziet in het toepassen van landspecifieke risico's. In plaats van een correctie voor landspecifieke risico's zouden de cashflows van de geregleerde onderneming moeten worden aangepast op basis van het landspecifieke risico. Brattle-1 geeft aan dat een dergelijke correctie van de cashflows in de praktijk moeilijk te bepalen is en daardoor betwistbaar is. Het gebruik van staatsobligaties uit het land van herkomst van de geregleerde onderneming als schatting voor de risicovrije rente is volgens Brattle-1 een redelijke wijze om met het landspecifieke risico om te gaan.³⁴
63. Brattle-1 merkt op dat een deel van het verschil tussen de rente op Duitse en Nederlandse staatsobligaties veroorzaakt wordt door de mate van liquiditeit. Daarom zou het toepassen van alleen Nederlandse staatsobligaties het landspecifieke risico voor geregleerde ondernemingen overcompenseren. Alles afwegende stelt Brattle-1 dat een

17/51

³⁴ Hierbij merkt Brattle-1 op dat dit een geschikte werkwijze is indien er een stabiele relatie is tussen de yields van ondernemingen en de Staat. Brattle-1 stelt vast dat dit het geval is voor Nederland.

Besluit Openbaar

combinatie van Duitse en Nederlandse staatsobligaties een pragmatische aanpak is om met enerzijds de 'ware' risicovrije rente en anderzijds met het bestaan van landspecifieke risico's om te gaan.

64. Volgens JBR dienen uitsluitend Nederlandse staatsobligaties te worden gehanteerd. JBR staat sympathiek tegenover de geachte dat de Duitse yield de risicovrije rente binnen Europese context het beste weerspiegelt. Echter acht JBR dit in het geval van het Loodswezen niet toepasbaar, omdat beleggers niet kunnen diversifiëren.
65. JBR en ACM erkennen beiden het nut van het hanteren van Nederlandse staatsobligaties. In algemene zin zijn JBR en ACM het ook eens over het gebruik van Duitse staatsobligaties voor de benadering van de werkelijke risicovrije rente. ACM volgt JBR echter niet in haar redenering dat het gebruik van Duitse staatsobligaties niet toepasbaar is voor het Loodswezen. De risicovrije rente betreft het in de markt gerealiseerde rendement op een investering zonder enige vorm van risico. Dit is een algemene parameter in de bepaling van de WACC. Dit staat geheel los van de discussie over de mogelijkheid om te diversifiëren bij een belegging in het Loodswezen. De discussie over diversifiëren speelt wel een rol in de vraag of een opslag voor niet-systematisch risico in de WACC dient te worden opgenomen. Hier komt ACM in paragraaf 4.5.3 op terug.
66. ACM volgt de redenering van Brattle-1 over het gebruik van Duitse en Nederlandse staatsobligaties. ACM heeft geen reden om aan te nemen dat Duitse of Nederlandse staatsobligaties zwaarder moeten wegen en weegt ze daarom beide in gelijke mate (elk 50 procent).

Nominale obligatie of geïndexeerde obligatie

67. De risicovrije rente kan worden bepaald op basis van een nominale obligatie of een 'index linked' obligatie. Een index linked obligatie is een obligatie waarbij boven het couponrendement een vergoeding voor de werkelijke inflatie wordt betaald. ACM hanteert de nominale obligatie, omdat voor het Loodswezen een nominale WACC wordt vastgesteld. De markt voor Duitse en Nederlandse nominale obligaties met een looptijd van 10 jaar is voldoende liquide³⁵, zodat de te berekenen risicovrije rente hiervan kan worden afgeleid.

Referentieperiode

³⁵ Indien geen sprake is van een liquide markt zijn de gerealiseerde prijzen mogelijk niet (geheel) marktconform. Dit is bijvoorbeeld het geval als er niet op elke handelsdag in de betreffende obligatie handel plaats vindt.

Besluit Openbaar

19/51

68. Tevens dient ACM de lengte van de referentieperiode te bepalen. De referentieperiode is de historische periode waarover de waargenomen risicovrije rente wordt gemeten. ACM acht het van belang dat de gemiddelde waarde uit de te hanteren referentieperiode representatief is voor de komende reguleringsperiode. In de vorige reguleringsperiode baseerde ACM de risicovrije rente op de in de markt gerealiseerde rendementen gedurende de afgelopen twee en vijf jaar. Uit toenmalig onderzoek³⁶ bleek dat het hanteren van referentieperioden van twee en vijf jaar tot een juiste balans tussen stabiliteit en representativiteit leidde. Gezien de economische en financiële ontwikkelingen heeft ACM de te gebruiken referentieperiode(s) opnieuw geanalyseerd.
69. Uit in het Verenigd Koninkrijk uitgevoerd onderzoek³⁷ blijkt dat het hanteren van rentegegevens uit een recente korte periode een betere schatting van de toekomstige risicovrije rente genereert dan gegevens over een langere historische periode. Dit zou pleiten voor het hanteren van de meest recent waargenomen waarde van de risicovrije rente (ook wel 'spotrate' genoemd).
70. Uit recent onderzoek voor de Nederlandse situatie, specifiek gericht op de referentieperiode, blijkt dat het hanteren van een referentieperiode van drie jaar voor Nederlandse staatsobligaties leidt tot een betere voorspellende kracht dan het baseren van de risicovrije rente op de spotrate. Tevens heeft een referentieperiode van drie jaar een betere voorspellende kracht dan een combinatie van een referentieperiode van twee en vijf jaar.³⁸
71. ACM is van mening dat het hanteren van de spotrate voor de risicovrije rente niet representatief is voor de komende reguleringsperiode. Daarbij is van belang dat de risicovrije rente relatief volatiel kan zijn op korte termijn, zodat vanuit het oogpunt van een robuuste schatting een te korte periode niet wenselijk is.
72. Eveneens overweegt ACM dat bij het hanteren van een langere referentieperiode dan de spotrate ACM erin tegemoet komt dat er ruimte wordt gegeven voor geleidelijke

³⁶ Erasmus Universiteit Rotterdam, Syntheserapport validatie vermogenskostenvergoeding TenneT, september 2008, p. 20, www.acm.nl.

³⁷ Wright, Mason and Miles, A Study into Certain Aspects of the Cost of Capital for Regulated Utilities in the U.K., On behalf of Smithers & Co Ltd, 2003.

³⁸ M. Hartog van Branda en M. Mulder, Forecasting the yield on 10-year state bonds as part of the WACC for regulated industries, International Research Journal of Applied Finance, Volume IV, Issue 2, February 2013, pp. 174-185.

Besluit Openbaar

herfinanciering van de financieringsportefeuille van efficiënte financiering van het Loodswezen. In de praktijk is de financieringsportefeuille van het Loodswezen in het verleden opgebouwd en zullen zij deze portefeuille naar verwachting regelmatig (gedeeltelijk) herfinancieren. ACM merkt op dat een referentieperiode van drie jaar niet betekent dat het Loodswezen zich iedere drie jaar moet herfinancieren, omdat herfinanciering van de bestaande leningenportefeuille niet aan de orde zal zijn wanneer in de referentieperiode van drie jaar de rentepercentages stijgen. Zoals ACM in paragraaf 4.3 uitlegt, is de WACC normatief en wordt door ACM dus niet voorgeschreven hoe het Loodswezen zich moet financieren. Daarbij is voor de financieringsportefeuille de looptijd van de obligatie waarop de nominale rente in dit besluit is gebaseerd van belang. ACM hanteert voor de bepaling van de risicovrije rente staatsobligaties met een looptijd van tien jaar.

73. JBR plaatst vraagtekens bij het gebruik van een referentieperiode van drie jaar. JBR licht haar standpunt over de referentieperiode echter niet toe. ACM ziet in het advies van JBR geen inhoudelijke argumenten voor het wel of niet hanteren van een referentieperiode van drie jaar. Zodoende ziet ACM geen aanknopingspunt om hier nader op in te gaan.
74. Conclusie is dat ACM in onderhavig besluit een referentieperiode hanteert van drie jaar voor het bepalen van de risicovrije rente.

Conclusie

75. Op basis van de hiervoor genoemde overwegingen volgt ACM het advies van Brattle-1. ACM ziet in het advies van JBR geen aanleiding hiervan af te wijken. JBR adviseert een risicovrije rente van 1,56 procent. Uit de berekening van Brattle-2 blijkt dat de rente (op dagbasis) op tienjaars Nederlandse staatsobligaties in de afgelopen drie jaar gemiddeld 2,59 procent bedroeg en dat de rente op tienjaars Duitse staatsobligaties in de afgelopen drie jaar gemiddeld 2,46 procent bedroeg. Op basis hiervan stelt ACM de risicovrije rente vast op 2,5 procent.

4.4.2 Rente-opslag

76. De tweede parameter voor het bepalen van de kostenvoet vreemd vermogen is de rente-opslag. De rente-opslag betreft de vergoeding voor het extra risico dat verschaffers van vreemd vermogen lopen in vergelijking met een risicovrije investering. Hoe lager de kredietwaardigheid van een onderneming, des te hoger zal de rente-opslag zijn.

Besluit Openbaar

77. Om de rente-opslag zo goed mogelijk in te kunnen schatten, dienen de karakteristieken van de obligaties (looptijd en referentieperiode) aan de hand waarvan de rente-opslag wordt bepaald zoveel mogelijk overeen te komen met de karakteristieken van de obligaties op basis waarvan de risicovrije rente is bepaald. Zodoende is de referentieperiode voor de rente-opslag, net zoals voor de bepaling van de risicovrije rente, vastgesteld op drie jaar.
78. In het primair WACC-besluit 2009-2013 is de rente-opslag gebaseerd op Europese bedrijfsobligaties met een 'single A-rating' en op obligaties van ondernemingen in een vergelijkingsgroep van ondernemingen waarvan de activiteiten zoveel mogelijk overeenkomen met de activiteiten van het Loodswezen.
79. ACM hanteert in dit besluit de single A-rating als uitgangspunt bij de bepaling van de rente-opslag.³⁹ De reden hiervoor is dat veel vergelijkbare bedrijven (zie paragraaf 4.5.2 over de vergelijkingsgroep) een credit rating hebben in de A-range. Dit duidt er op dat het management van vergelijkbare bedrijven het aanhouden van een credit rating in de A-range ziet als een geschikte balans tussen efficiëntie en een gezonde financiële positie. ACM merkt op dat, zoals hiervoor reeds is aangegeven, het hanteren van een A-rating in overeenstemming is met het primair WACC-besluit 2009-2013 voor het Loodswezen.⁴⁰ Met haar uitgangspunt volgt ACM ook het advies van Brattle-2.
80. In Brattle-2 wordt de rente-opslag bepaald op basis van de historische rente-opslag van vooraf gedefinieerde groepen bedrijven. Brattle-2 hanteert de historische renteopslag van Europese nutsbedrijven met een single A-rating. ACM stelt vast dat de groep Europese nutsbedrijven met een single A-rating representatief is voor het Loodswezen. Voor het bepalen van de rente-opslag is namelijk het risicoprofiel van ondernemingen relevant. ACM acht het risicoprofiel van Europese nutsbedrijven met een single A-rating representatief voor het Loodswezen. Dit is nader onderbouwd in de paragraaf over de parameter bèta en de referentiegroep (paragraaf 4.5.2). De hoogte van deze parameters dient in onderlinge samenhang te worden vastgesteld. Brattle-2 stelt vast dat de rente-opslag in de referentieperiode van drie jaar redelijk stabiel is gebleven. De gemiddelde rente-opslag over drie jaar berekent Brattle-2 op 1,20 procent.

³⁹ ACM sluit aan bij de rating methode van Standard & Poors.

⁴⁰ Zie onder meer Bijlage 2 bij het besluit van 26 juni 2008 met kenmerk 102615/122.

Besluit Openbaar

22/51

81. Verder heeft ACM ten behoeve van het vaststellen van de rente-opslag in eerdere besluiten bestudeerd of een extra opslag nodig is voor transactiekosten. ACM heeft geconcludeerd dat de transactiekosten die gepaard gaan met financiering met vreemd vermogen een verhoging van de rente-opslag met 0,10 tot 0,20 procent kunnen rechtvaardigen. ACM past daarom het gemiddelde en daarmee een verhoging van de rente-opslag toe van 0,15 procent.
82. In haar advies stelt JBR het hanteren van een normatieve rente-opslag ter discussie. JBR stelt dat de rente-opslag voor het Loodswezen dient te worden vastgesteld op basis van de aangegeven financieringsarrangementen met financiële instellingen. JBR adviseert een rente-opslag (spread) van 2,0 procent. Dit is inclusief een opslag voor transactiekosten van 0,15 procent.
83. ACM stelt vast dat het standpunt van JBR zou betekenen dat de WACC voor de parameter rente-opslag een feitelijk karakter zou krijgen. Dit verhoudt zich niet met het normatieve karakter van de WACC, zoals is toegelicht in paragraaf 4.3. Bovendien zou de invulling van JBR ook inconsistent zijn ten opzichte van de invulling van de overige parameters van de WACC waarvoor een zo nauwkeurig mogelijke schatting wordt gemaakt van toekomstige ontwikkelingen. ACM is daarom van oordeel dat niet de werkelijke rente-opslag van het Loodswezen maatgevend is voor de te bepalen WACC, maar een normatieve rente-opslag die hoort bij een efficiënte financiering van het Loodswezen.
84. De door Brattle-2 berekende rente-opslag komt lager uit dan de door JBR voorgestelde opslag, ondanks het feit dat in de opslag van JBR verdisconteerd is dat de registerloodsen persoonlijk aansprakelijk zijn voor de leningen (hetgeen juist tot een lagere opslag zou moeten leiden). De reden voor de hogere opslag van JBR is dat het effect van de daling van de opslag als gevolg van de marktomstandigheden van de afgelopen drie jaar sterker is dan het effect als gevolg van de persoonlijke aansprakelijkheid.

Conclusie

85. Op basis van het bovenstaande baseert ACM de rente-opslag op de gemiddelde rente-opslag op Europese obligaties van nutsbedrijven met een single A-rating gedurende de afgelopen drie jaar. Tevens houdt ACM bij het vaststellen van de rente-opslag rekening met de transactiekosten die gepaard gaan met financiering met vreemd vermogen. ACM stelt de rente-opslag inclusief opslag voor transactiekosten vast op 1,32 procent.

Besluit Openbaar

4.4.3 Conclusie

86. Tabel 4.1 biedt een samenvatting van de berekening van de kostenvoet vreemd vermogen.

Risicovrije rente	2,5%
Rente-opslag	1,20%
Opslag transactiekosten	0,15% +
Kostenvoet vreemd vermogen	3,85%

Tabel 4.1: Kostenvoet vreemd vermogen

87. ACM stelt de kostenvoet vreemd vermogen vast op 3,85 procent.

4.5 Kostenvoet eigen vermogen

88. ACM bespreekt in deze paragraaf de parameter kostenvoet eigen vermogen. De kostenvoet eigen vermogen is van belang voor het bepalen van de WACC, aangezien de nominale WACC het gewogen gemiddelde is van de kostenvoet vreemd vermogen en de kostenvoet eigen vermogen (gecorrigeerd voor belasting).
89. ACM berekent de kostenvoet eigen vermogen door het product van de marktrisicopremie en de bèta bij de risicovrije rente op te tellen. ACM zal eerst de marktrisicopremie (paragraaf 4.5.1) en vervolgens de bèta (paragraaf 4.5.2) bepalen. ACM heeft de risicovrije rente reeds in paragraaf 4.4.1 toegelicht. Vervolgens gaat ACM in op de opslag niet-systematisch risico (paragraaf 4.5.3) en de small firm premium (paragraaf 4.5.4). ACM sluit af met het bepalen van de kostenvoet eigen vermogen op basis van de drie hiervoor genoemde parameters (paragraaf 4.5.5)

4.5.1 Marktrisicopremie

90. De marktrisicopremie is het geëiste rendement dat beleggers in de markt kunnen realiseren voor het extra risico dat investeren in de marktportefeuille oplevert in vergelijking met een risicovrije investering.
91. De hoogte van de marktrisicopremie kan worden vastgesteld door gebruik te maken van de historisch gerealiseerde (ex post) marktrisicopremie en/of van de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige (ex ante) marktrisicopremie. Daarnaast is van belang of de data die ten grondslag liggen aan de berekening nationaal of internationaal zijn.

Besluit Openbaar

24/51

92. De Raad baseerde de marktrisicopremie in het primair WACC-besluit 2009-2013 voor het Loodswezen op de historisch gerealiseerde (ex post) cijfers en hanteerde de toekomstige (ex ante) cijfers als een toetssteen. De historisch gerealiseerde marktrisicopremie werd gebaseerd op het lange termijn gemiddelde (zowel meetkundig en rekenkundig) van de Nederlandse data uit de database van Dimson, Marsh en Staunton (DMS). De toekomstige marktrisicopremie was gebaseerd op een mix van academische studies en enquêtes en kwam lager uit dan de historisch bepaalde marktrisicopremie. Dit leidde in het besluit niet tot een correctie op de historische gegevens.
93. ACM heeft Brattle-1 opdracht gegeven om haar te adviseren over de bepaling van de marktrisicopremie. Hieronder worden de bevindingen van Brattle-1 en het oordeel van ACM daarover toegelicht.

Historische gegevens

94. De marktrisicopremie wordt bepaald door factoren en omstandigheden op de kapitaalmarkt. Door gebruik te maken van historische gegevens valt af te leiden welke premie beleggers in het verleden konden realiseren ter compensatie voor deze factoren. Bij het bepalen van de ex post marktrisicopremie is het van belang uit te gaan van een zo lang mogelijke tijdsperiode met betrouwbare data. Door het gebruik van een lange tijdsreeks reflecteert de marktrisicopremie velerlei omstandigheden die zich op de kapitaalmarkt hebben voorgedaan en die zich mogelijk in de toekomst voor kunnen doen. Door een lange periode te hanteren wordt voorkomen dat de marktrisicopremie wordt vertekend door specifieke omstandigheden die zich gedurende een relatief korte tijdsperiode hebben voorgedaan (bijvoorbeeld een crisis of een 'bubble' in de aandelenmarkt). Daarom wordt een langjarige historisch gemiddelde als de beste schatter gezien van de voor de toekomst (door beleggers) verwachte waarde.
95. ACM maakt voor de bepaling van de ex post marktrisicopremie op basis van historische gegevens gebruik van het onderzoek van DMS. Dit is een omvangrijk onderzoek naar de hoogte van de marktrisicopremie in 22 verschillende landen gedurende de periode 1900-2012. JBR heeft een (aanvullend) rapport opgesteld (d.d. 14 maart 2013) over de marktrisicopremie. Ten opzichte van het eerder toegezonden rapport van 7 februari 2013 stelt JBR zich op het standpunt dat DMS de marktrisicopremie op een onjuiste wijze berekent. Hiermee rekening houdend en uitgaande van de meest actuele gegevens dient volgens JBR de marktrisicopremie gesteld te worden op 5,15 procent. Ten aanzien van het standpunt van JBR merkt ACM op dat de publicatie van DMS sinds jaren een veel

Besluit Openbaar

geraadpleegd en toegepast standaardwerk betreft en daarom ziet ACM geen aanleiding te veronderstellen dat de berekende historische gegevens onjuist zouden zijn en niet zouden voldoen aan de algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principes.

Ex ante marktriscopremie

96. Het gebruik van ex ante gegevens bij het vaststellen van de marktriscopremie acht ACM om twee redenen relevant. De eerste reden is dat de WACC (idealiter) *'forward-looking'* zou moeten zijn, waarbij wordt geanticipeerd op te verwachten ontwikkelingen. Het gebruik van ex ante gegevens is hiermee in lijn. De tweede reden is dat kan worden getoetst of de markt inschat of een wijziging in de voor de marktriscopremie relevante factoren en omstandigheden in de komende jaren zal optreden die een aanpassing van de historisch gerealiseerde marktriscopremie rechtvaardigt.
97. Brattle-1 heeft dit onderdeel onderzocht en komt tot de volgende overwegingen. Enquêtes onder financiële experts als bron voor de hoogte van de marktriscopremie zijn over het algemeen niet betrouwbaar. De resultaten uit deze enquêtes worden in sterke mate bepaald door de wijze waarop de vragen precies zijn geformuleerd en hoe de groep van experts is samengesteld. Vervolgens constateert Brattle-1 dat Dividend Growth Models mogelijk tot betere voorspellingen voor de korte termijn leiden dan via historische gemiddelden mogelijk is, omdat ze beter in staat zijn om recente ontwikkelingen te verwerken. De resultaten van Dividend Growth Models kunnen daardoor nogal veranderlijk zijn van het ene jaar op het andere jaar, wat een nadeel kan zijn in de huidige reguleringscontext. Daarbij komt dat de resultaten van dit type modellen ook afhangen van (subjectieve) inschattingen van financiële analisten. Brattle-1 stelt dat langjarige historische gemiddelden een stabiel anker vormen om verwachte rendementen voor de toekomst op te baseren.

Weging van historische gegevens en ex ante gegevens

98. Brattle-1 heeft ook onderzocht of historische langjarige gegevens nog representatief zijn voor de toekomst. Brattle-1 komt tot de volgende overwegingen. Door technische ontwikkelingen kunnen beleggers tegenwoordig hun portfolio beter diversifiëren dan in het verleden. Dit betekent dat beleggers nu een beter gespreide portfolio kunnen realiseren, waardoor het systematische risico lager is. Immers, een deel van het risico dat voorheen niet-diversifieerbaar was, is dat nu wel. Dit betekent dat het historische gemiddelde over de volledige periode tot een overschatting leidt van het geëiste rendement. Op de tweede plaats komt de daling in de marktriscopremie tot uiting in een opwaartse trend in de koers-dividend-ratio gedurende de laatste 50 jaar. Brattle-1 wijst er echter op dat deze

Besluit Openbaar

26/51

stijging deels kan komen doordat bedrijven zijn overgegaan op een andere manier van het geven van vergoedingen aan aandeelhouders, zoals terugkoop van eigen aandelen.⁴¹ Tenslotte heeft de recente financiële crisis geleid tot enerzijds lagere beurskoersen, maar anderzijds grotere risico's voor beleggers. De lagere beurskoersen hebben tot gevolg dat het historisch gemiddelde is gedaald, wat zou duiden op een lagere marktrisicopremie, terwijl de beleggers een hoger rendement eisen vanwege de toegenomen risico's.

99. Uit deze overwegingen blijkt dat er sprake is van diverse factoren die elk mogelijk van invloed zijn op de representativiteit van de historische gemiddelde marktrisicopremie voor de toekomst. Deze factoren hebben zowel opwaartse als neerwaartse effecten, welke moeilijk kwantificeerbaar zijn, maar waarbij het saldo volgens Brattle-2 neerwaarts is. Brattle-2 merkt ten aanzien hiervan het volgende op. Omdat de resultaten op basis van Dividend Growth Models voor de komende reguleringsperiode significant hoger zijn dan op basis van historische gegevens, adviseert Brattle-2 om geen neerwaartse aanpassing van de marktrisicopremie op basis van de bovengenoemde factoren toe te passen. Op grond hiervan besluit ACM om geen aanpassing van de historische rendementen door te voeren bij de bepaling van de marktrisicopremie.
100. ACM volgt de conclusie van Brattle-2 en baseert de marktrisicopremie op de historische gemiddelden waarop geen neerwaartse aanpassing is toegepast. Op grond van de uitkomsten uit ex ante bronnen past ACM deze neerwaartse aanpassing niet toe voor de bepaling van de marktrisicopremie.

Meetkundig en rekenkundig gemiddelde

101. Uit literatuur⁴² blijkt dat wetenschappers verdeeld zijn over de vraag of de ex post marktrisicopremie op basis van het meetkundig of rekenkundig gemiddelde dient te worden bepaald. Daarom stelt ACM de marktrisicopremie vast op basis van resultaten die beide methoden hebben gegenereerd (beide wegen voor 50 procent mee).
102. JBR geeft aan dat hen voor hen niet duidelijk is waarom ACM het rekenkundig en het meetkundig gemiddelde even zwaar laat wegen. ACM ziet geen reden om één van beide gemiddelden zwaarder te laten wegen, gezien de verdeeldheid over het gebruik van beide

⁴¹ In de Verenigde Staten is dit nu de meest voorkomende vorm van uitbetaling aan aandeelhouders. Het gevolg hiervan is dat de dividenden zijn gedaald en de koersen zijn toegenomen. Dit leidt tot een hogere koers-dividend ratio.

⁴² Smithers rapport (2003); P. Fernandez (2009), The Equity Premium in 150 Textbooks, *Journal of Financial Transformation*, 2009, vol. 27, pages 14-18.

Besluit Openbaar

methoden. Daarom wegen beide gemiddelden voor 50 procent mee. Dit is ook conform de methode in het primair WACC-besluit 2009-2013.

Conclusie

103. De marktrisicopremie wordt bepaald op basis van het gewogen gemiddelde van de historische marktrisicopremie van de Eurozone. Bij deze weging wordt aan het rekenkundig en het meetkundig gemiddelde ieder een gewicht van 50 procent toegekend. De marktrisicopremie komt daarmee uit op 5,0 procent.

4.5.2 Bèta

104. Om de WACC te bepalen is een zogenaamde 'equity bèta' benodigd voor het Loodswezen. De equity bèta is een maat voor het risico dat een investeerder loopt door te investeren in de aandelen van een specifieke onderneming ten opzichte van het risico van het investeren in de marktportfolio. Dit risico wordt het marktrisico genoemd.⁴³ Hoe meer risico een onderneming loopt des te hoger de bèta van een onderneming is. Binnen de WACC leidt een hogere bèta dan ook tot een hogere vergoeding op het eigen vermogen.

Samenstelling van de vergelijkingsgroep

105. Het Loodswezen is niet beursgenoteerd. Dit betekent dat het niet mogelijk is om de bèta op basis van geobserveerde marktwaarden van het Loodswezen zelf te berekenen. De bèta van het Loodswezen wordt daarom benaderd door de bèta van beursgenoteerde ondernemingen met vergelijkbare kenmerken (hierna: de vergelijkingsgroep) te berekenen.
106. Het belangrijkste criterium bij het samenstellen van de vergelijkingsgroep betreft het risicoprofiel van de ondernemingen. Hierbij gaat het om het risico dat werkelijke opbrengsten afwijken van de verwachte opbrengsten. Het risicoprofiel van een onderneming is onder meer afhankelijk van de aard van de activiteiten en de wijze van regulering van een onderneming.
107. Om de bèta goed te kunnen bepalen, heeft de referentiegroep een voldoende grote omvang nodig. Brattle-2 wijst er op dat een groter aantal ondernemingen in de referentiegroep de statistische fout bij de bepaling van de bèta verkleint. Daar tegenover staat dat hoe meer ondernemingen er in de referentiegroep worden opgenomen, hoe waarschijnlijker het is dat er ondernemingen tussen zitten die minder goed vergelijkbaar

⁴³ Ook wel: systematisch risico of niet-diversifieerbaar risico.

Besluit Openbaar

zijn. Voor het Loodswezen heeft Brattle-2 een vergelijkingsgroep van 14 goed vergelijkbare ondernemingen samengesteld. JBR gaat in haar onderzoek van hetzelfde aantal ondernemingen uit, zij het met andere karakteristieken.

108. In de hernieuwde beslissing op bezwaar bestond de vergelijkingsgroep uit wereldwijde havenbedrijven, reders en dienstverleningsbedrijven in de maritieme sector. ACM heeft Brattle-2 gevraagd te onderzoeken welke ondernemingen in de vergelijkingsgroep van het Loodswezen opgenomen dienen te worden. Brattle-2 adviseert om van een vergelijkingsgroep uit te gaan met daarin een combinatie van energie-, water- en havenbedrijven. Het standpunt van Brattle-2, de reactie van JBR daarop en de overwegingen van ACM daaromtrent worden hieronder nader toegelicht.
109. Allereerst stelt Brattle-2 vast dat er geen beursgenoteerde ondernemingen zijn die enkel loodsdiensten verrichten. Derhalve is Brattle-2 voor de vergelijkingsgroep uitgegaan van andere ondernemingen die vergelijkbaar zijn met het Loodswezen, maar andersoortige activiteiten uitvoeren. Brattle-2 overweegt daarbij dat de bepalende factor – in relatie tot het bepalen van de bèta – het feit is dat het Loodswezen een gereguleerd monopolie is en dat het de mogelijkheid heeft om de kosten door te belasten aan de klanten. Dat is bepalend voor het risicoprofiel en dat risicoprofiel is leidend bij de samenstelling van de vergelijkingsgroep.
110. Uit de Lw volgt dat de tarieven van het Loodswezen jaarlijks worden vastgesteld. De tarieven zijn gebaseerd op de begrote (efficiënte) kosten en op het begrote aantal loodsreizen voor dat jaar. De begroting is gebaseerd op de prognose van het Centraal Planbureau zoals deze (uiterlijk) september voorafgaande aan het jaar van tariefvaststelling beschikbaar is. Het risico van het Loodswezen of zij al dan niet de volledige kosten vergoed krijgt, is daarmee voor het jaar waarvoor de tarieven gelden, beperkt tot de afwijking tussen het werkelijke en het geschatte aantal reizen. Slechts aan dit volumerisico wordt het Loodswezen blootgesteld waarbij het volumerisico in beginsel is beperkt tot één jaar. Voor het jaar daarna kan het Loodswezen in haar begroting zo nodig rekening houden met de gewijzigde volumes en haar tariefvoorstel daarop aanpassen. Dit betekent dat ondanks het feit dat het Loodswezen in de maritieme sector actief is, het systematische risico van het Loodswezen meer overeenkomt met dat van andere gereguleerde ondernemingen, zoals water- en energiebedrijven, dan met ondernemingen in de maritieme sector. Gereguleerde ondernemingen krijgen namelijk in beginsel hun kosten via de tarieven vergoed waarbij zij uitsluitend een volumerisico dragen. Brattle-2 is bij de samenstelling van de vergelijkingsgroep daarom (mede) uitgegaan van

Besluit Openbaar

gereguleerde energie- en waterbedrijven.

111. ACM begrijpt uit de argumentatie van Brattle-2 dat het gebruik van gereguleerde energie- en waterbedrijven mogelijk tot een overschatting van het risico van het Loodswezen leidt. Brattle-2 overweegt immers dat het Loodswezen in werkelijkheid een lager volumerisico heeft dan de energie- of waterbedrijven, omdat de tarieven van deze ondernemingen in de meeste gevallen voor drie of vier jaar vastliggen. Hierdoor is het voornoemde volumerisico voor deze bedrijven groter dan bij het Loodswezen.
112. JBR kan zich niet vinden in de vergelijking met de energie- en waterbedrijven. JBR wijst daarbij onder meer op het feit dat het volumerisico, door JBR opgevat als de fluctuaties in de vraag naar loodsdiensten, groter is dan bij de energie- en waterbedrijven. Ook bestrijdt JBR dat het Loodswezen al haar kosten via de tarieven kan doorberekenen. Bij extreme vraaguitval zou dat niet goed mogelijk zijn. Gelet hierop beschouwt JBR ondernemingen die eveneens hun inkomsten halen uit het volume van inkomend en uitgaand scheepvaartverkeer als vergelijkbare ondernemingen.
113. In reactie daarop overweegt ACM dat het beperkte volumerisico geen betrekking heeft op uitsluitend de fluctuaties in de vraag naar loodsdiensten, maar in de mogelijkheid van de loodsen om ondanks deze fluctuaties toch hun kosten vergoed te krijgen. Het is dit laatste aspect dat bepalend is voor de risico's van het Loodswezen en waarmee zij vergelijkbaar is met energie- en waterbedrijven. Dat de vraag naar loodsdiensten grotere fluctuaties kent dan het elektriciteits- en watergebruik doet daar niets aan af. ACM ziet daarin dan ook geen aanleiding af te wijken van het advies van Brattle-2 dat de gereguleerde energie- en waterbedrijven in principe een goede vergelijkingsgroep opleveren.
114. Alhoewel gereguleerde energie- en waterbedrijven in beginsel een goede vergelijkingsgroep opleveren, heeft ook Brattle-2 rekening willen houden met het gegeven dat de opbrengsten van het Loodswezen afhankelijk zijn van het volume van de maritieme handel met Nederland. Havenbedrijven vormen daarvoor een mogelijke vergelijkingsgroep, omdat deze bedrijven in dezelfde bedrijfstak werkzaam zijn. Net als voor het Loodswezen worden de winsten van havenbedrijven beïnvloed door het volume van de internationale handel.
115. Brattle-2 acht andere maritieme bedrijven, zoals expediteurs die in eerdere besluiten van de Raad in de referentiegroep waren opgenomen, minder geschikt. Brattle-2 overweegt dat deze bedrijven qua risicoprofiel niet genoeg overeenkomen met de activiteiten van het

Besluit Openbaar

Loodswezen. Hun activiteiten zijn veel sterker aan concurrentie blootgesteld dan die van het Loodswezen, vanwege het wettelijk monopolie van het Loodswezen. Zodoende kunnen de andere maritieme bedrijven in het geval van een economische terugval niet hun kosten volledig doorberekenen. Zij zullen hun prijzen moeten verlagen om marktaandeel te behouden. Bij het Loodswezen leidt een terugval in de vraag vanwege de wijze van regulering juist tot een prijsstijging. In tegenstelling tot het Loodswezen zullen bedrijven uit de maritieme sector bij economische tegenwind mogelijk met verlies opereren, hetgeen tot een hogere bèta leidt.

116. Brattle-2 stelt vast dat er weinig vrij verhandelde Europese havenbedrijven zijn, die in aanmerking komen voor de vergelijkingsgroep. Zo is het niet mogelijk om Havenbedrijf Rotterdam op te nemen omdat deze niet beursgenoteerd is. Havenbedrijven die wel beursgenoteerd zijn, kunnen niet altijd worden meegenomen. Zo zijn Griekse havenbedrijven buiten beschouwing gelaten, omdat als gevolg van de economische situatie aldaar de bèta's niet betrouwbaar worden geacht.
117. Brattle-2 heeft ook onderzocht of niet-Europese havenbedrijven in de referentiegroep kunnen worden opgenomen. Van de havenbedrijven in de Verenigde Staten is vastgesteld dat deze ondernemingen naast havenactiviteiten ook in aanzienlijke mate andere activiteiten uitvoeren (of tevens in andere landen). Op grond daarvan acht Brattle-2 deze havenbedrijven niet representatief. Voor havenbedrijven buiten Europa en de Verenigde Staten (bijvoorbeeld in China en Nieuw Zeeland) stelt Brattle-2 dat de economieën en daarmee de marktindexen te veel afwijken van de Europese. Brattle-2 overweegt ook dat de relatie tussen de Chinese marktindex en de koers van een Chinees havenbedrijf niet relevant is voor een Europese belegger, omdat deze relatie niets zegt over het risico van het Loodswezen ten opzichte van de Eurozone marktindex die voor deze belegger het uitgangspunt zal zijn voor zijn beleggingsportefeuille. Daarom zouden niet-Europese ondernemingen niet representatief zijn voor het Loodswezen. Door het uitsluiten van havenbedrijven buiten Europa resteren uiteindelijk twee Europese havenbedrijven die in de referentiegroep kunnen worden opgenomen.
118. JBR gaat bij voorkeur uit van Nederlandse of Europese bedrijven, maar is van oordeel dat gezien het internationale karakter van de maritieme sector de referentiegroep ook uit niet-Europese bedrijven kan worden samengesteld. Omdat JBR zich niet kan vinden in de vergelijkingsgroep die Brattle-2 heeft samengesteld, heeft JBR een alternatieve vergelijkingsgroep gevormd die uitsluitend uit bedrijven uit de maritieme sector bestaat. In deze vergelijkingsgroep zijn hoofdzakelijk buitenlandse ondernemingen opgenomen,

Besluit Openbaar

waaronder Griekse en Chinese. Het is ACM onduidelijk waarom JBR deze ondernemingen goed vergelijkbaar acht en zij ziet in de door JBR samengestelde vergelijkingsgroep geen reden om af te wijken van het advies van Brattle-2.

119. Brattle-2 overweegt dat de meeste havenbedrijven, in tegenstelling tot het Loodswezen, in het algemeen niet de mogelijkheid hebben om kosten bij dalende volumes volledig door te belasten aan de afnemers.⁴⁴ Op grond hiervan kan worden verwacht dat de bèta van de havenbedrijven hoger is dan die van het Loodswezen. Bijvoorbeeld: tijdens een economische recessie zal de koers van een havenbedrijf dalen, net als de marktindex, omdat de opbrengsten van de haven afnemen. Hiertegenover staat dat de waarde van het Loodswezen niet daalt, omdat het Loodswezen de tarieven verhoogt om de effecten van de volumedaling op te vangen. Door de bèta van het Loodswezen uitsluitend te baseren op de maritieme sector zou het Loodswezen naar de mening van ACM worden gecompenseerd voor risico's die zij feitelijk niet draagt.
120. Brattle-2 heeft de haven-, water- en energiebedrijven een gelijke weging gegeven in de referentiegroep voor het Loodswezen. Dit betekent dat gereguleerde (niet-maritieme) bedrijven voor twee derde deel de bèta bepalen. Deze weging acht ACM redelijk, omdat het Loodswezen in staat is om haar kosten door te belasten aan haar klanten en dus de tarieven te verhogen ingeval van een (geprognoseerd) dalend volume aan loodsreizen. Dit leidt tot een beperkt systematisch risico. Dit kenmerk van het Loodswezen dient dan ook zwaarder te wegen dan het feit dat het Loodswezen activiteiten uitvoert die gerelateerd zijn aan de maritieme handel.

Conclusie

121. Gelet op het voorgaande acht ACM de vergelijkingsgroep voor de bèta zoals voorgesteld door Brattle-2 en zoals weergegeven in bijlage 2 voldoende representatief en acht zij de resultaten bruikbaar voor het vaststellen van de asset bèta van het Loodswezen.

Berekening van de equity bèta

122. Het is van belang om onderscheid te maken tussen de asset bèta en de equity bèta. De equity bèta is een indicatie van het marktrisico van de aandelen van een onderneming, terwijl de asset bèta het marktrisico is van de aandelen als ware het bedrijf gefinancierd

⁴⁴ Ter illustratie: Havenbedrijf Rotterdam heeft in 2010 en 2011 een zogenaamde 'crisiskorting' toegepast van respectievelijk 5 en 2 procent ten opzichte van de tarieven van het jaar ervoor. In 2012 heeft geen inflatiecorrectie op de tarieven plaatsgevonden vanwege de economische omstandigheden.

Besluit Openbaar

met 100 procent eigen vermogen. De hoogte van de equity bèta is derhalve mede afhankelijk van de wijze van financiering van een onderneming en de voor de onderneming geldende belastingvoet.

123. De equity bèta voor het Loodswezen wordt in vier stappen berekend.⁴⁵ Eerst worden de equity bèta's van de bedrijven in de vergelijkingsgroep voor de bèta bepaald door de correlatie van de rendementen van de bedrijven in de vergelijkingsgroep met de marktportfolio te berekenen. De asset bèta's worden vervolgens bepaald door de equity bèta's van de bedrijven in de vergelijkingsgroep te corrigeren voor de financieringsstructuren en de tarieven van de vennootschapsbelasting (hierna: vpb-tarief) van de afzonderlijke bedrijven in de vergelijkingsgroep. Vervolgens wordt de asset bèta voor het Loodswezen bepaald. Tenslotte wordt de equity bèta van het Loodswezen bepaald door de asset bèta te corrigeren voor de door ACM vastgestelde parameters gearing (paragraaf 4.6.1) en belastingvoet (paragraaf 4.6.2). De stappen worden in de volgende randnummers nader toegelicht.

Stap 1: berekening equity bèta's van bedrijven in de vergelijkingsgroep

124. Om tot een benadering van de equity bèta van het Loodswezen te komen bepaalt ACM eerst de equity bèta's van de bedrijven in de vergelijkingsgroep. De equity bèta van elke bedrijf in de vergelijkingsgroep wordt bepaald door de correlatie te meten tussen het rendement op de aandelen van de betreffende onderneming en het rendement op de marktindex van het land waar het aandeel is genoteerd. ACM ging in het verleden uit van nationale aandelenindices omdat de verschillende nationale aandelenmarkten mogelijk niet geheel geïntegreerd zijn, bijvoorbeeld vanwege een voorkeur van investeerders om in nationale aandelen te investeren. Zoals besproken in paragraaf 4.3 gaat ACM op advies van Brattle-1 voor Europese bedrijven in de vergelijkingsgroep voortaan een Eurozone index gebruiken.
125. In de hernieuwde beslissing op bezwaar hanteerde de Raad twee berekeningsmethoden. De resultaten van de twee berekeningsmethoden vormden de bandbreedte waarop de bèta van de netbeheerders werd gebaseerd. De bandbreedte werd berekend door enerzijds de bèta op basis van dagelijkse rendementen gedurende twee jaar, en anderzijds de bèta op basis van wekelijkse rendementen gedurende 5 jaar te berekenen. In de onderliggende berekening gaat ACM niet uit van bandbreedtes. Dit is toegelicht in paragraaf 4.3. Om te komen tot een berekeningsmethode zonder bandbreedte, heeft

⁴⁵ Koller et al. (2005), p. 319.

Besluit Openbaar

ACM opnieuw overwogen welke berekeningsmethode het beste is.

126. Ten aanzien van de datafrequentie overweegt ACM het volgende. Een hogere datafrequentie leidt tot statistisch betrouwbaardere resultaten omdat het aantal waarnemingen groter is. Anderzijds kan een hogere datafrequentie leiden tot onderschatting van de bèta wanneer aandelen een lage liquiditeit hebben. Daarnaast brengt een hoge datafrequentie een grotere kans op autocorrelatie met zich mee.
127. ACM kiest ervoor om uit te gaan van een dagelijkse frequentie. ACM is van mening dat het voordeel van de grotere hoeveelheid waarnemingen van een dagelijkse frequentie opweegt tegen de nadelen, omdat de nadelen gemitigeerd kunnen worden. Zo worden de bedrijven in de vergelijkingsgroep getoetst op liquiditeit en kan voor de aanwezigheid van autocorrelatie via statistische technieken worden gecontroleerd.
128. Ten aanzien van de referentieperiode concludeert ACM het volgende. Vanuit het oogpunt van consistentie tussen parameters, acht ACM het wenselijk om aan te sluiten bij de referentieperiode die bij de andere parameters wordt gebruikt. Daarom gebruikt ACM een referentieperiode van drie jaar ook ten aanzien van de bèta.
129. Bij de berekeningsmethode wordt de bèta op basis van dagelijkse rendementen gedurende drie jaar bepaald. Alle bedrijven in de vergelijkingsgroep zijn door Brattle-2 voldoende liquide bevonden om te worden meegewogen. In de gevallen waarin Brattle-2 enige mate van autocorrelatie heeft geconstateerd, heeft ACM de Dimson correctie toegepast
130. Om de betrouwbaarheid van de schattingen verder te vergroten is door Brattle-2 de Vasicek-correctie toegepast op de ruwe schattingen met betrekking tot de equity bèta's. De Vasicek-correctie is om twee redenen passender om te hanteren dan een andere veelgebruikte methode, de Blume-correctie. De eerste reden is dat de Vasicek-correctie is gebaseerd op de statistische betrouwbaarheid van de schatting van de bèta. Hoe robuuster de schatting, des te kleiner de aanpassing van de bèta. De Blume-correctie is een correctie die, onafhankelijk van de betrouwbaarheid van de data, de bèta veel sterker corrigeert.
131. Verder wordt de Vasicek-correctie geprefereerd boven de Blume-correctie, omdat het risico van de activiteiten van het Loodswezen gedurende de tijd niet substantieel wijzigt (zoals de Blume-correctie veronderstelt) en bovendien niet naar het marktgemiddelde

Besluit Openbaar

convergeert (ook een veronderstelling van de Blume-correctie). De reden waarom de relatief hoge of juist lage bèta's (risico's) van ondernemingen gedurende de tijd naar het marktgemiddelde kunnen convergeren, is het feit dat ondernemingen andere activiteiten gaan ontplooiën waardoor het risico naar het gemiddelde convergeert. Diversificatie van de taken en activiteiten van gereguleerde ondernemingen is niet of slechts in geringe mate mogelijk. In deze situatie is de Blume-correctie niet passend en kiest ACM er voor om de Vasicek-correctie toe te passen.

Stap 2: berekening asset bèta's van bedrijven in de vergelijkingsgroep

132. In randnummer 122 is beschreven dat de hoogte van de equity bèta mede afhankelijk is van de voor de onderneming geldende belastingvoet en de wijze van financiering van een onderneming. Om bèta's van ondernemingen in de vergelijkingsgroep voor de bèta vergelijkbaar te maken wordt de asset bèta berekend. Bij de berekening van de asset bèta wordt gecorrigeerd voor de financieringsstructuur en de belastingvoet van de bedrijven in de vergelijkingsgroep. Voor deze correcties wordt de Modigliani-Miller-methode toegepast.⁴⁶ Uit onderzoek⁴⁷ blijkt dat de Modigliani-Miller-methode de meest geschikte methode is, omdat deze methode expliciet rekening houdt met belastingen. Verder is de Modigliani-Miller-methode passend, omdat deze methode bij wijziging van bijvoorbeeld de belastingvoet consistentere resultaten realiseert in vergelijking met andere methoden.

Stap 3: bepaling van de asset bèta voor het Loodswezen

133. Voor de bepaling van de asset bèta voor het Loodswezen wordt de mediaan van de asset bèta's van de vergelijkingsgroep voor de bèta gebruikt. De mediaan is in dit geval relevant, omdat de waarden van de asset bèta's van de vergelijkingsgroep voor de bèta mogelijk niet normaal verdeeld zijn. Door het hanteren van de mediaan wordt voorkomen dat de bèta ten onrechte wordt beïnvloed door een uitschieter van de asset bèta van een onderneming binnen de vergelijkingsgroep.

134. Toepassing van de hiervoor genoemde berekeningsmethoden leidt tot de asset bèta's zoals weergegeven in bijlage 2.

Stap 4: berekening equity bèta van het Loodswezen

⁴⁶ Andere methoden die kunnen worden toegepast, zijn bijvoorbeeld de Miller-methode en de Miles-Ezzel-methode.

Deze methoden genereren ongeveer dezelfde resultaten.

⁴⁷ Fernandez, 'Levered and unlevered Beta', IESE Business School Research Paper, januari 2003.

Besluit Openbaar

135. ACM berekent de equity bèta van het Loodswezen door de asset bèta van de vergelijkingsgroep voor de bèta met behulp van de Modigliani-Miller-methode (gegeven de door ACM vastgestelde parameters gearing en belastingvoet) om te zetten in een equity bèta voor het Loodswezen.

Conclusie

136. Conform de methode ter bepaling van de asset bèta van de vergelijkingsgroep voor de bèta stelt ACM de waarde van de equity bèta van het Loodswezen vast. Deze equity bèta voor het Loodswezen komt uit op 0,88.

4.5.3 Opslag niet-systematisch risico

137. JBR stelt dat voor het Loodswezen een opslag voor niet-systematisch risico dient te worden toegepast. De reden hiervoor zou zijn dat de registerloodsen geen gespreide beleggingsportefeuille kunnen hanteren vanwege de verplichte inleg van vermogen in de maatschap. JBR licht toe dat de mogelijkheid tot diversifiëring van beleggingen één van de aannames van het CAPM is en dat de registerloodsen als gevolg daarvan een compensatie moeten ontvangen in de in de vorm van een opslag niet-systematisch risico. JBR heeft de opslag niet-systematisch risico vastgesteld op twee procent.
138. ACM stelt, in lijn met JBR, vast dat de veronderstelling dat aandeelhouders een goed gediversifieerde portfolio van aandelen hebben een principieel uitgangspunt van het CAPM is. Het niet-systematisch (of uniek) risico kan door een goed gediversifieerd portfolio worden geneutraliseerd. De vraag die beantwoord dient te worden is of de investeerders in het Loodswezen in staat zijn een goed gespreide beleggingsportefeuille te hanteren. Als dat niet zo is, kan een opslag voor niet-systematisch risico aan de orde zijn. Ook binnen het uitgangspunt dat de WACC normatief is, moet ACM nagaan of het niet-opnemen van de opslag in een geval als het onderhavige strookt met algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principes.⁴⁸ Daartoe overweegt ACM het volgende.
139. Het Loodswezen is thans op regionaal niveau georganiseerd in drie maatschappen. Deze zijn de Loodsenassociatie Amsterdam-IJmond, de Loodsenassociatie Rotterdam-Rijnmond/Noord en de Loodsenassociatie Scheldemonden.⁴⁹ Iedere registerloods is verplicht deelnemer in de maatschap van de regio waar hij als loods optreedt. Iedere

⁴⁸ Rb Rotterdam, 20 januari 2011, LJN BP1526.

⁴⁹ Bron: www.loodswezen.nl > over het loodswezen > Nederlands Loodswezen BV > organogram bedrijfsorganisatie.

Besluit Openbaar

loods brengt verplicht kapitaal in in de maatschap. Binnen de huidige organisatie van het Loodswezen is diversificatie volgens het Loodswezen daardoor niet mogelijk.

140. ACM heeft onderzocht of het Loodswezen de organisatie zodanig anders kan vormgeven dat de registerloodsen niet meer verplicht vermogen dienen in te leggen waardoor diversificatie wel mogelijk zou zijn. Een dergelijke organisatievorm moet recht doen aan de in paragraaf 2.1 weergegeven overweging van de wetgever dat het Loodswezen recht heeft op een *redelijk* rendement waarbij moet worden voorkomen dat een monopolistische aanbieder van diensten overwinsten maakt.⁵⁰ Er zal dan sprake zijn van een meer efficiënte organisatievorm.
141. Uit het onderzoek van ACM is gebleken dat er in ieder geval geen wettelijke verplichting is om de huidige maatschapvorm te hanteren. De wetgever is er bij de privatisering van de registerloodsen in 1988 vanuit gegaan dat er regionale maatschappen zouden worden gevormd en dat deze maatschappen voor de feitelijke verzorging van de loodsdiensten zorg zouden dragen.⁵¹ Uit de Memorie van Toelichting blijkt dat de registerloodsen ten tijde van de parlementaire behandeling van de Lw reeds een aanvang hadden gemaakt met de vorming van maatschappen. In de Memorie van Toelichting wordt daaraan gerefereerd.⁵² De opmerkingen in de memorie van toelichting begrijpt ACM dan ook als een feitelijke constatering van de wetgever. De wetgever heeft echter geen verplichting tot het hanteren van de huidige maatschapvorm in de Lw opgenomen. Ook voor de wijziging van de Lw met de Wet markttoezicht registerloodsen was de maatschapstructuur voor de wetgever slechts een feitelijk gegeven.
142. Er zijn voorts ook buiten de Loodsenwet geen voorschriften die de registerloodsen dwingen tot het hanteren van de maatschapvorm of die aan een vrije keuze voor wat betreft de rechtsvorm in de weg staan. ACM stelt vast dat het Loodswezen derhalve vrij is haar rechtsvorm te kiezen. Het Loodswezen zou dus ook kunnen kiezen voor een andere organisatievorm, zoals een B.V., N.V. of coöperatie. Ook zou het Loodswezen ervoor kunnen kiezen om vermogen aan te trekken via een bestaande of nieuw op te richten B.V. De daadwerkelijke keuze voor een organisatiestructuur is naar het oordeel van ACM uiteindelijk een beslissing van de loodsen.

36/51

⁵⁰ Kamerstuk 30913 nr. 3, Memorie van toelichting, paragraaf 4.2.5.3.

⁵¹ Regels betreffende de loodsen (Loodsenwet), kamerstukken II, 1987 – 1988, 20290, nr. 3 p. 28-29, 41 en 44.

⁵² Regels betreffende de loodsen (Loodsenwet), kamerstukken II, 1987 – 1988, 20290, nr. 3 p. 29.

Besluit Openbaar

143. Het Loodswezen stelt dat de wetsgeschiedenis, toelichting en tekst van de Loodsenwet en het Besluit markttoezicht registerloodsen niet verplichten tot het wijzigen van de organisatievorm noch dat bij de vaststelling van de WACC zou moeten worden uitgegaan van een andere organisatievorm. ACM is van oordeel dat vanuit het perspectief van regulering van de loodsgeldtarieven de (extra) kosten die samenhangen met de huidige, bestaande organisatievorm (onder meer in de vorm van een opslag niet-systematisch risico) niet mogen worden doorberekend aan de gebruikers via de WACC. ACM is van oordeel dat voor de WACC slechts de kosten volgens de meest efficiënte organisatievorm kunnen worden verdisconteerd. De omvorming van de huidige organisatie van het Loodswezen naar een meer efficiënte organisatievorm dient uiteraard wel praktisch uitvoerbaar te zijn.
144. ACM heeft zich door Pels Rijcken laten adviseren of een omzetting van maatschap naar B.V., N.V. of coöperatie ook praktisch uitvoerbaar is. Uit Pels Rijcken-1 volgt dat het een reële en praktisch uitvoerbare mogelijkheid is voor de registerloodsen om de huidige organisatie met de drie regionale maatschappen aan te passen. De (ondernemingen van de) huidige drie maatschappen kunnen elk worden omgevormd tot een privaatrechtelijke rechtspersoon, zoals een B.V., N.V. of een coöperatie. Daarbij is aangegeven dat de omvorming van een maatschap tot een B.V., N.V. of coöperatie een beperkt aantal stappen vergt. De omvorming van de maatschap betekent niet dat de registerloodsen zeggenschap hoeven over te dragen aan andere investeerders wat de aansturing van bedrijfsprocessen mogelijk zou kunnen beïnvloeden. Het is ACM daarmee gebleken dat er binnen het vennootschapsrecht voldoende mogelijkheden zijn om kapitaal aan te trekken door uitgifte van aandelen.
145. Het Loodswezen heeft onderschreven dat de omzetting van maatschap in een B.V., N.V. of coöperatie een uitvoerbare oplossing is. Het Loodswezen heeft echter gewezen op een aantal aspecten die tot hogere kosten zouden leiden en daarmee het matigende effect op de vermogenskosten teniet zouden doen. Naar aanleiding daarvan heeft ACM Pels Rijcken om nader advies gevraagd met betrekking tot de door het Loodswezen genoemde aspecten.
146. In de eerste plaats heeft ACM de beroepsaansprakelijkheid van de registerloodsen ingeval van omzetting van een maatschap in een B.V., N.V. of coöperatie onderzocht. Het Loodswezen heeft aangegeven dat na omzetting van de maatschap niet langer de individuele registerloods opdrachtnemer van de gebruikers zou zijn, maar dat dan de nieuwe rechtspersoon als opdrachtnemer gezien moet worden. Deze rechtspersoon kan

Besluit Openbaar

volgens het Loodswezen, gelet op de bewoordingen van artikel 3 van de Loodsenwet, zich niet beroepen op de uitsluiting van beroepsaansprakelijkheid.

147. In het onderzoek heeft ACM de vraag betrokken wie na de omvorming van de maatschappen in een B.V., N.V. of coöperatie als opdrachtnemer optreedt: de nieuwe rechtspersoon of nog steeds de registerloods die de betreffende loodsreis verricht. Hiertoe is advies gevraagd aan Pels Rijcken. Uit Pels Rijcken-3 volgt dat niet valt in te zien waarom de opdrachtnemersrol na omvorming van de maatschap zou verschuiven van de registerloods naar de nieuw gevormde B.V., N.V. of coöperatie. Ook na omzetting van de maatschap kan de individuele registerloods als opdrachtnemer optreden. Daaruit volgt dat de wettelijke beperking van de aansprakelijkheid van de registerloods op grond van artikel 3 Lw, voor de registerloods niet wijzigt als de organisatie van het Loodswezen wordt omgezet van maatschappen in één of meerdere andere rechtspersonen. Omzetting leidt daarmee niet tot bijvoorbeeld hogere verzekeringslasten zoals het Loodswezen heeft betoogd.
148. Ook heeft ACM onderzoek gedaan naar de aansprakelijkheid van de registerloodsen voor leningen die door het Loodswezen zijn aangegaan. Het Loodswezen heeft aangegeven dat de registerloodsen voor gelijke delen aansprakelijk zijn voor leningen die door de beherend vennoot namens de maatschap zijn aangegaan. Het Loodswezen wijst daarbij op bestaande kredietovereenkomsten waarin deze verbondenheid ook tot uiting is gebracht. Daarmee staan de registerloodsen met hun privévermogen garant voor de nakoming van de verplichtingen.
149. ACM onderkent dat bij een omzetting van de maatschap onderhandeld moet worden met de financiers van het Loodswezen. In Pels Rijcken-3 wordt gesteld dat het voorstelbaar is, en ter zake van de omzetting van een maatschap in een B.V. zeker niet ongebruikelijk, dat een financier van een maatschap meewerkt aan de omzetting waarbij de financiering van de maatschap overgaat naar een B.V. In een dergelijke situatie komt het voor dat de financier (hoofdelijke) aansprakelijkheid wenst van elk van de (voormalige) maten die aandeelhouder worden in de nieuwe rechtspersoon. De omzetting hoeft derhalve geen effect te hebben op de verhaalsmogelijkheden van de kredietverlener noch op de aansprakelijkheid van de registerloodsen. ACM wijst er verder op dat de persoonlijke aansprakelijkheid van de registerloodsen tot een lager rentepercentage zal leiden dan in het geval dat een dergelijk verhaalsmogelijkheid ontbreekt. Aangezien daar bij de vaststelling van de WACC, gegeven het normatieve karakter daarvan, geen rekening mee wordt gehouden, krijgt het Loodswezen in beginsel een hogere kostenvergoeding. Op

Besluit Openbaar

deze wijze worden de registerloodsen al gecompenseerd voor de aansprakelijkheid voor leningen.

150. Door het Loodswezen is (impliciet) verondersteld dat na omzetting van de maatschap in een B.V., N.V. of coöperatie de registerloods in dienst komt van de nieuwe rechtspersoon en dat de productiviteit van de registerloods in loondienst lager uitvalt. Het Loodswezen gaat er dan ook vanuit dat na omzetting de operationele kosten toenemen.
151. Zoals ACM hierboven reeds heeft overwogen, betekent de omzetting niet dwingend dat de registerloods daarna in loondienst werkzaam is. Ook na omzetting kan de registerloods zelfstandig als opdrachtnemer werkzaam zijn. De werkwijze behoeft niet te worden aangepast en daarom deelt ACM de zorgen over de productiviteit van de registerloodsen niet.
152. Tot slot onderkent ACM dat de omzetting van de maatschappen in een B.V., N.V., of coöperaties éénmalige kosten met zich mee kan brengen. Dergelijke reorganisatiekosten zijn geen vermogenskosten en spelen bij de vaststelling van de WACC dus geen rol. Efficiënte reorganisatiekosten kunnen in het betreffende jaar door het Loodswezen in het tariefvoorstel worden opgenomen en worden dus via de loodsgelden vergoed.

Conclusie

153. Gelet op het voorgaande stelt ACM vast dat investeerders in het Loodswezen in staat kunnen worden gesteld om een goed gespreide beleggingsportefeuille te hanteren. Hiertoe bestaat de mogelijkheid om de maatschap om te vormen in een B.V., N.V. of coöperatie. Ook acht de ACM het mogelijk dat de verplichte inleg van vermogen door de individuele registerloodsen in de maatschap verdwijnt en dat het Loodswezen kapitaal aantrekt via bijvoorbeeld een nieuw op te richten of bestaande B.V. Op grond hiervan ziet ACM geen aanleiding om een opslag voor niet-systematisch risico in de WACC op te nemen.

4.5.4 Small firm premium

154. In de hernieuwde beslissing op bezwaar heeft de Raad met enkele kanttekeningen het advies van Frontier Economics gevolgd om in de kostenvoet van het eigen vermogen een 'small firm premium' op te nemen. Met de small firm premium kan het zogenaamde 'small firm effect' worden ondervangen dat erin bestaat dat binnen het CAPM het rendement van relatief kleine ondernemingen, waartoe het Loodswezen gerekend kan worden,

Besluit Openbaar

systematisch wordt onderschat.

155. In de hernieuwde beslissing op bezwaar heeft de Raad aangegeven dat hij het al dan niet toepassen van een small firm premium in het voordeel van het Loodswezen uit laat vallen. Hierbij heeft de Raad overwogen dat hij grote onzekerheden rond de small firm premium zag en hier nader onderzoek naar zou laten doen.
156. Ten behoeve van onderhavig besluit heeft ACM voornoemd onderzoek door Boer & Croon laten uitvoeren. ACM heeft opdracht gegeven om een grondige studie uit te voeren naar de bestaande (academische) literatuur over de ratio achter het wel/niet toepassen van een small firm premium. Ook is daarbij om advies gevraagd over het al dan niet toepassen van de small firm premium in een vrije marktomgeving en in de gereguleerde omgeving van het Loodswezen.
157. Uit het onderzoek volgt dat een breed geaccepteerde theorie als basis voor small firm premium ontbreekt. Daarnaast bestaan er geen eenduidige empirische resultaten met betrekking tot het small firm effect dat weggenomen zou moeten worden met een small firm premium. Voor de periodes na 1980 wordt, op een enkele uitzondering na, in academische onderzoeken geen significant small firm effect meer gemeten. Tenslotte tonen diverse onderzoeken aan dat meet- en statistische problemen in empirische onderzoeken de reden kunnen zijn dat het small firm effect wordt waargenomen. Deze bevindingen leiden in het onderzoek tot de conclusie dat er sterke aanleiding is om geen small firm premium te hanteren.
158. Gelet op het voorgaande, wordt in het onderzoek aangegeven dat de keuze voor het niet hanteren van een small firm premium in een vrije markt het best verdedigbaar is. De karakteristieken van het Loodswezen en het wettelijk kader geven geen aanleiding om hiervan af te wijken. In het onderzoek wordt overwogen dat het niet toepassen van de small firm premium geldt voor alle ondernemingen. De gereguleerde marktomgeving van het Loodswezen voegt geen specifieke risico's toe. Daarnaast geeft het onderzoek naar andere toezichthouders in diverse sectoren binnen Europa geen aanknopingspunt om een small firm premium toe te passen. Tenslotte geeft het wettelijke kader geen verplichting om een small firm premium toe te passen.
159. JBR geeft geen inhoudelijke reactie op het ontbreken van een small firm premium. JBR geeft aan dat de risico-opslag zoals die door haar is voorgesteld nooit bedoeld was als een small firm premium, maar als een opslag voor niet-systematisch risico. JBR acht het

Besluit Openbaar

rapport betreffende de small firm premium dan ook als niet ter zake doend. Zij geeft aan dat het haar niet gaat om het opnemen van een small firm premium in de WACC, maar om de niet-diversifieerbare risico's: de risico's die zich in de actualiteit manifesteren ten opzichte van de veronderstellingen en aannames van het CAPM.

Conclusie

160. ACM is niet gebleken van feiten of omstandigheden die zouden nopen om van de conclusies uit het voornoemde onderzoek af te wijken. Ook de reactie van het Loodswezen geeft hiertoe geen aanleiding. ACM oordeelt derhalve dat in de WACC voor het Loodswezen geen small firm premium wordt gehanteerd.

4.5.5 Conclusie

161. Tabel 4.2 biedt een samenvatting van de berekening van de kostenvoet eigen vermogen.

Risicovrije rente	2,5%
Equity bèta * marktrisicopremie	4,4%
Kostenvoet eigen vermogen	6,9%

Tabel 4.2: Kostenvoet eigen vermogen

162. ACM stelt de kostenvoet eigen vermogen (na belasting) vast op 6,9 procent.

4.6 Gearing en belastingvoet

163. Naast de kostenvoet eigen vermogen en de kostenvoet vreemd vermogen zijn ook de gearing en het belastingpercentage van belang voor het berekenen van de WACC. ACM licht deze twee parameters in de volgende twee paragrafen toe.

4.6.1 Gearing

164. 'Gearing' betreft de mate waarin een onderneming met vreemd vermogen is gefinancierd, uitgedrukt als fractie van het totale vermogen. Aangezien de nominale WACC het gewogen gemiddelde is van de kostenvoet vreemd vermogen en de kostenvoet eigen vermogen na belasting, is het belangrijk om de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen vast te stellen. Daarnaast is de gearing van belang bij het berekenen van de equity bèta. ACM zal in deze paragraaf toelichten hoe hij de gearing bepaalt en wat de hoogte van de gearing is.

Besluit Openbaar

165. In de hernieuwde beslissing op bezwaar was de gearing bepaald op basis van de gearing van de bedrijven uit de vergelijkingsgroep voor de vaststelling van de bèta. Dit leidde tot een gearing van 32 procent (waarbij bedrijven met 0 procent gearing waren uitgesloten). Aan het eind van 2008 was de laatst bekende gearing (per 31 december 2007) van het Loodswezen 36 procent. Vastgesteld werd dat de gearing van de vergelijkingsgroep niet veel afweek van de gearing van het Loodswezen.
166. In dit besluit is ACM is voor de bepaling van de gearing op zoek naar een efficiënte financiering met daarnaast een gezonde financiële positie van het Loodswezen. Het hanteren van een te hoog niveau voor de gearing zou normaliter leiden tot een te lage compensatie voor kapitaalkosten, terwijl het hanteren van een te laag niveau voor de gearing zou leiden tot een te hoge compensatie van de kapitaalkosten. Zoals al is uiteengezet in paragraaf 4.3 van dit besluit, geldt een normatieve WACC behorende bij een efficiënte financiering van het Loodswezen.
167. Gezien de ontwikkelingen op de financiële markt acht ACM het van belang dat het efficiënte niveau van gearing onder de huidige marktcondities wordt onderzocht. Daarom heeft ACM Brattle gevraagd onderzoek te doen naar de hoogte van de parameter gearing. Brattle-2 heeft hiertoe eerst een inschatting gemaakt van de rating behorende bij een efficiënte financiering van het Loodswezen onder de huidige omstandigheden op de financiële markt.
168. ACM bepaalt de efficiënte gearing aan de hand van de gearing van bedrijven die vergelijkbaar zijn. ACM is van mening dat de bedrijven waarop de gearing wordt gebaseerd representatief zijn voor het efficiënte niveau van gearing onder de huidige situatie op de financiële markt. In paragraaf 4.5.2 gaat ACM nader in op de referentiegroep van vergelijkbare bedrijven.
169. ACM neemt evenals bij andere parameters een credit rating in de A-range als uitgangspunt voor gezonde ondernemingen. Dit volgt uit de argumentatie zoals weergegeven in paragraaf 4.4.2.
170. Brattle-2 stelt vast dat de ondernemingen binnen de vergelijkingsgroep als bedoeld in paragraaf 4.5.2 die een A-rating hebben, een gemiddelde gearing van 46 procent kennen.
171. Voor de vergelijkingsgroep als geheel bedraagt de gemiddelde gearing 43 procent en is dus goed vergelijkbaar met de hierboven berekende gearing.

Besluit
Openbaar

43/51

172. Op basis van de gemiddelde gearing van gezonde ondernemingen (A-rating) uit de vergelijkingsgroep stelt Brattle-2 het niveau van gearing voor het Loodswezen vast op afgerond 50 procent. Brattle-2 stelt dat dit consistent is met een single-A rating voor gereguleerde ondernemingen in Nederland. Hierbij overweegt Brattle-2 dat een gearing van 50 procent consistent is met de criteria van Moody's voor een A-rating voor gereguleerde gas- en elektriciteitsnetbeheerders (zie ook paragraaf 4.4.2 'rente-opslag' voor uitleg waarom deze groep bedrijven relevant is).
173. Brattle-2 licht toe dat het gebruik van het exacte percentage gearing van de vergelijkingsgroep een valse impressie van nauwkeurigheid geeft. Bovendien is de hoogte van de WACC relatief ongevoelig voor de gearing. Het is gebruikelijk in de reguleringspraktijk om het niveau van gearing af te ronden naar de dichtstbijzijnde 10 procent. Daarnaast constateert Brattle-2 dat regulators in de Europese Unie doorgaans een hogere gearing hebben vastgesteld, tot ongeveer 65%. Op grond hiervan acht Brattle-2 het afronden van de gearing naar boven op 50 procent gerechtvaardigd.
174. ACM acht de benadering van Brattle-2 juist en de uitkomsten redelijk. Doordat uitgegaan wordt van een single-A rating wordt voldaan aan de voorwaarde dat het Loodswezen een gezonde financiële positie kan bereiken.
175. JBR stelt voor om een gearing van 40 procent te hanteren. Ter onderbouwing hiervan verwijst zij naar een eerder advies uit 2011. Uit dit advies blijkt dat deze gearing is afgeleid uit de feitelijke verhouding tussen eigen en vreemd vermogen waarbij JBR rekening houdt met toekomstige ontwikkelingen in de financiering van het Loodswezen. JBR geeft aan dat zij zich realiseert dat dit een subjectieve inschatting is en op zich strijdig – in ieder geval deels – met de beginselen van inherente consistentie, bestendigheid en transparantie.
176. ACM neemt het voorstel van JBR niet over vanwege consistentie met de overige parameters van de WACC. ACM hanteert een normatieve gearing om zodoende een redelijk rendement te kunnen vaststellen.
177. ACM acht de benadering van Brattle-2 juist en de uitkomsten redelijk. ACM stelt vast dat dit niveau van gearing onder het maximum niveau ligt dat de banken het Loodswezen

Besluit Openbaar

toestaan.⁵³ Zodoende acht ACM dit ook reëel. Daarbij merkt ACM op dat het normatieve niveau van gearing ook lager is dan het begrote niveau van de gearing van het Loodswezen voor de periode 2014-2018, zoals door het Loodswezen aan ACM is overlegd.⁵⁴

Conclusie

178. Gegeven het bovenstaande acht ACM een niveau van gearing van 50 procent redelijk voor de vaststelling van de WACC.

4.6.2 Belastingvoet

179. De belastingvoet is van belang voor het bepalen van de WACC, aangezien de nominale WACC voor belasting ook een compensatie bevat voor de te betalen belasting. Daarnaast is de belastingvoet van belang bij het berekenen van de equity bèta (zie hiervoor in paragraaf 4.5.2).

180. ACM hanteert voor de belastingvoet het vpb-tarief zoals deze bij wet is vastgesteld.⁵⁵ Deze bedraagt 25 procent Zoals hiervoor al is aangegeven gaat ACM, binnen het uitgangspunt dat de WACC normatief is, uit van het Loodswezen als efficiënt gefinancierde onderneming. Dit is zoals in paragraaf 4.5.3 is aangegeven een B.V., N.V. of coöperatie. Deze organisatievormen vallen onder de vennootschapsbelasting.

181. Hiermee volgt ACM dus niet het standpunt van het loodswezen. Dit standpunt komt er kortgezegd op neer dat uitgegaan moet worden van de belastingdruk onder de inkomstenbelasting conform box 1 van een individuele loods. De gemiddelde belastingdruk komt dan uit op 36,46 procent. Een dergelijk percentage doet naar het oordeel van ACM geen recht aan het normatieve karakter van de WACC.

Conclusie

182. Gelet op het voorgaande gaat ACM bij het bepalen van de WACC uit van een belastingvoet van 25 procent.

44/51

⁵³ Dossiernummer 104141/68.

⁵⁴ Dossiernummer 104141/68.

⁵⁵ Artikel 22 van de Wet op de vennootschapsbelasting 1969, www.minfin.nl.

Besluit Openbaar

4.7 Vaststelling van de hoogte van de WACC

183. Tabel 4.3 bevat de hoogte van de verschillende parameters van de WACC, zoals bepaald in voorgaande paragrafen.

Nominale risicovrije rente	2,5%
Rente-opslag	1,20%
Opslag transactiekosten	0,15%
Kostenvoet vreemd vermogen	3,85%
Marktrisicopremie	5,0%
Asset bèta	0,50
Equity bèta	0,88
Kostenvoet eigen vermogen	6,9%
Gearing	50%
Belastingvoet	25%
Nominale WACC voor belastingen	6,5%

Tabel 4.3: Nominale WACC voor belastingen

184. Op basis van bovenstaande wordt de WACC vastgesteld op 6,5 procent.
185. Brattle-2 heeft vastgesteld hoe het verschil tussen de vastgestelde WACC in dit besluit en die in de hernieuwde beslissing op bezwaar is ontstaan. De methodologische aanpassingen naar aanleiding van de harmonisering van de methodiek voor de vaststelling van de WACC binnen ACM op basis van best practices heeft slechts in zeer beperkte mate tot andere uitkomsten geleid. De samenstelling van de vergelijkingsgroep, het niet toepassen van een small firm premium en de lage rentestanden als gevolg van de financiële omstandigheden resulteren in een lagere WACC dan in de hernieuwde beslissing op bezwaar is vastgesteld.

5 Besluit

186. ACM:
1. stelt de hoogte van de parameters en daarmee de hoogte van de WACC vast zoals vermeld in randnummer 183 en 184;

**Besluit
Openbaar**

2. bepaalt dat dit besluit geldt voor de periode 1 januari 2014 tot en met 31 december 2018.

Den Haag, 23 april 2013

Autoriteit Consument en Markt
namens deze,

Wg.

dr. F.J.H. Don
bestuurslid

Bijlage 1: Methodologie vermogenskostenvoet

Bijlage 2: Samenstelling vergelijkingsgroep

Tegen dit besluit kan degene wiens belang rechtstreeks bij dit besluit is betrokken, binnen zes weken na de dag van bekendmaking van dit besluit een gemotiveerd bezwaarschrift indienen bij het bestuur van de Autoriteit Consument en Markt, Postbus 16326, 2500 BH, Den Haag. In dit bezwaarschrift kan een belanghebbende op basis van artikel 7:1a, eerste lid, van de Algemene wet bestuursrecht, ACM verzoeken in te stemmen met rechtstreeks beroep bij de administratieve rechter.

46/51

Besluit Openbaar

Bijlage 1 bij besluit met kenmerk 104141/118

Methodologie vermogenskostenvoet

De vermogenskostenvoet wordt ook wel 'Weighted Average Cost of Capital' (hierna: WACC) genoemd. De WACC wordt als volgt in formulevorm weergegeven.⁵⁶

$$WACC = R_{ev} \times (EV/TV)/(1-T_c) + R_{vv} \times (VV/TV) \quad (1)$$

Waarbij:

R_{ev}	=	kostenvoet rendement eigen vermogen
R_{vv}	=	kostenvoet vreemd vermogen
EV	=	eigen vermogen
VV	=	vreemd vermogen
TV	=	totaal vermogen
T_c	=	belastingtarief

Kostenvoet eigen vermogen

De kostenvoet voor het eigen vermogen wordt bepaald met behulp van het 'Capital Asset Pricing Model' (hierna: CAPM). Met het CAPM is het mogelijk om een vergoeding te berekenen voor alle systematische risico's (marktrisico's) die een sector loopt. Het betreft kort gezegd de gevoeligheid van de rendementen van een sector die de aandelenmarkt als geheel treffen, bijvoorbeeld het risico van een neergaande conjunctuur. Risico's die niet samenhangen met het marktrisico, zogenaamde niet-systematische risico's, kunnen door een investeerder via het aanhouden van een beleggingsportefeuille met voldoende omvang en spreiding worden geëlimineerd. Niet-systematische risico's (bedrijfsspecifieke risico's) kunnen worden gediversifieerd en verdienen derhalve geen extra risicopremie in de kostenvoet voor het eigen vermogen.

In symbolen luidt de bepaling van de kostenvoet op het eigen vermogen door middel van het CAPM.⁵⁷

$$\begin{aligned} R_{ev} &= R_f + \beta_E \times (R_m - R_f) \\ R_f &= \text{risicovrije rente} \end{aligned} \quad (2)$$

⁵⁶ Deze formule berekent de gebruteerde vermogenskostenvoet. Het betreft de vermogenskostenvoet vóór belastingen (pre tax). Deze vermogenskostenvoet wordt doorberekend in de tarieven van het Loodswezen. De vermogenskostenvoet kan ook worden berekend als een vermogenskostenvoet na belasting die vervolgens wordt gebruteerd naar een vermogenskostenvoet vóór belasting.

⁵⁷ Valuation, Measuring and managing the value of companies, T. Copeland, T. Koller en J. Murrin, tweede editie 1994, p. 265 t/m 282.

Besluit Openbaar

$(R_m - R_f)$ = marktrisicopremie

β_E = equity bèta

De in voornoemde formule genoemde *risicovrije rente* betreft het geëiste rendement op een investering zonder enige vorm van risico. In de praktijk bestaat een volledig risicovrije investering echter niet. De risicovrije rente wordt benaderd door uit te gaan van het geëiste rendement op een staatsobligatie. Bij de bepaling welke staatsobligatie de risicovrije rente het best representeert, spelen een aantal factoren een rol die in paragraaf 4.4.1 van dit besluit nader worden besproken.

De in voornoemde formule genoemde *marktrisicopremie* is het verwachte rendement dat beleggers eisen voor het extra risico dat investeren in de marktportefeuille oplevert in vergelijking met een risicovrije investering. De eveneens genoemde *equity bèta* is een maatstaf voor het verwachte systematische risico op eigen vermogen. De equity bèta geeft de mate weer waarin de onderneming of sector meer of minder risicovol is dan de aandelenmarkt als geheel. Het betreft alleen systematische risico's, die los staan van de bedrijfsspecifieke risico's. Een voorbeeld hiervan zijn conjunctuurschommelingen die de hele economie raken, maar waarvoor sommige sectoren meer of minder gevoelig zijn dan andere. Dat bedrijf A in verband met minder preventiemaatregelen een groter risico heeft op brand dan bedrijf B in dezelfde sector, is bijvoorbeeld geen systematisch risico en mag dus niet in de bèta tot uitdrukking komen.

Voor de bepaling van de equity bèta van de activiteiten voor de gereguleerde onderneming wordt – indien deze niet direct beschikbaar is – doorgaans gebruik gemaakt van de gegevens van beursgenoteerde ondernemingen, uit een referentiegroep die bijvoorbeeld vergelijkbare activiteiten verrichten als de onderzochte onderneming. Laatstgenoemde gegevens meten de aandelenkoersbeweging van de onderneming ten opzichte van de totale aandelenmarkt (bijvoorbeeld AEX).

De op deze wijze bepaalde equity bèta voor een onderneming hangt echter af van de financiële kenmerken van de referentiegroep, in het bijzonder de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen (*leverage*) en wordt daarom ook wel de *levered* bèta genoemd.

Bij het bepalen van een equity bèta voor een specifieke gereguleerde onderneming is het aldus zaak de bèta voor deze invloeden te corrigeren. Dit betekent kort gezegd dat de equity bèta van de referentiegroep eerst wordt omgerekend 'unlevered' naar een zogenoemde *asset bèta* door te corrigeren voor de financieringsverhouding en in geval van belastingheffing ook voor de

Besluit Openbaar

belastingen.⁵⁸ Als tweede stap wordt de asset bèta omgerekend naar de equity bèta voor de specifieke gereguleerde onderneming.

De relatie tussen de asset bèta (*unlevered*) en de equity (*levered*) bèta wordt gegeven door:

$$\begin{aligned}\beta_U &= \beta_E / (1 + (1 - T_C) * VV / EV) & (3) \\ \beta_U &= \text{unlevered (asset) bèta} \\ \beta_E &= \text{equity (levered) bèta} \\ T_C &= \text{belastingvoet}\end{aligned}$$

De relatie tussen de equity (*levered*) bèta, en de *unlevered* (of asset) bèta, wordt gegeven door:

$$\begin{aligned}\beta_E &= (1 + (1 - T_C) * VV / EV) * \beta_U & (4) \\ \beta_E &= \text{equity (levered) bèta} \\ \beta_U &= \text{unlevered (asset) bèta} \\ T_C &= \text{belastingvoet}\end{aligned}$$

Kostenvoet vreemd vermogen

De kostenvoet voor vreemd vermogen wordt door ACM bepaald door de risicovrije rente en de door financiële markten gehanteerde rente-opslag bovenop deze risicovrije rente te bepalen. Het totale risico is bepalend voor de kans op wanbetaling en daarmee voor de rente-opslag. Deze rente-opslag is bedoeld voor het faillissementsrisico. In symbolen luidt de berekening van de kostenvoet voor het vreemd vermogen:

$$\begin{aligned}R_{vv} &= (R_f + R_o) & (5) \\ R_f &= \text{risicovrije rente} \\ R_o &= \text{rente-opslag}\end{aligned}$$

Bij bovengenoemde berekeningswijze worden parameters gehanteerd welke niet specifiek zijn voor de activiteiten waarvoor de WACC wordt berekend (zogenaamde 'algemene parameters') en parameters, waarvan de hoogte is gerelateerd aan het type activiteit (zogenaamde

⁵⁸ Als nadere toelichting geldt het volgende. In de eerste plaats geldt dat de equity bèta groter is dan de *unlevered* bèta of asset bèta als er sprake is van financiering met rentedragend vreemd vermogen. De achterliggende reden is dat er bij financiering met rentedragend vreemd vermogen sprake is van een vaste claim van de vreemd vermogensverschaffers op het totale resultaat van de activiteit. Dit betekent dat bijvoorbeeld een daling van het totale resultaat in de eerste plaats ten koste gaat van het rendement van de eigen vermogensverschaffers. In de tweede plaats geldt dat wanneer er sprake is van belastingheffing op de ondernemingswinst dit ceteris paribus een drukkend effect heeft op de hoogte van de equity bèta. Met andere woorden: belastingen verkleinen het risico voor de eigen vermogensverschaffer omdat de rentekosten in mindering mogen worden gebracht op het belastbare ondernemingsresultaat.

Besluit
Openbaar

'specifieke parameters'). De algemene parameters zijn de risicovrije rentevoet en de marktrisicopremie. De resterende parameters (inclusief de in de figuur genoemde gearing) zijn specifiek in de voornoemde betekenis.

50/51

**Besluit
Openbaar**

Bijlage 2 bij besluit met kenmerk 104141/118

Samenstelling vergelijkingsgroep

Naam	Land	Gearing [A]	Equity bèta [B]	Belastingvoet [C]	Asset bèta [D]
Snam SpA	Italië	90%	0,56	31,4%	0,35
Terna Rete Elettrica Nazionale SpA	Italië	92%	0,56	31,4%	0,34
REN - Redes Energeticas Nacionais SGPS SA	Portugal	184%	0,35	25,0%	0,15
Red Electrica Corp SA	Spanje	100%	1,02	30,0%	0,60
Enagas SA	Spanje	92%	1,00	30,0%	0,61
National Grid PLC	VK	101%	0,34	28,0%	0,20
Elia System Operator SA/NV	België	146%	0,25	34,0%	0,13
Northwest Natural Gas Co	VS	63%	0,64	40,0%	0,46
Piedmont Natural Gas Co Inc	VS	48%	0,76	40,0%	0,59
TC Pipelines LP	VS	27%	0,40	40,0%	0,34
Severn Trent PLC	VK	116%	0,40	28,0%	0,22
Pennon Group PLC	VK	81%	0,43	28,0%	0,27
Northumbrian Water Group PLC	VK	156%	0,57	28,0%	0,27
United Utilities Group PLC	VK	129%	0,36	28,0%	0,19
California Water Service Group	VS	60%	0,59	28,0%	0,41
SJW Corp	VS	67%	0,86	28,0%	0,58
Forth Ports PLC	VK	39%	0,95	28,0%	0,74
Hamburger Hafen und Logistik AG	Germany	13%	1,20	29,4%	1,10
Mediaan					0,50

Noot: $[D]=[B]/(1+(1-[C])*[A])$

Bron: Brattle-2.

51/51