

Nederlandse Mededingingsautoriteit

BESLUIT

Nummer 200108/27

Betreft zaak: WACC Loodsen

Besluit van de Raad van Bestuur van de Nederlandse Mededingingsautoriteit op de bezwaren van het Loodswezen tegen het besluit van 14 april 2008, met kenmerk 200101/14.BT763, waarbij de vermogenskostenvoet voor het Loodswezen is vastgesteld.

I. Verloop van de procedure

1. Op 14 april 2008 heeft de Raad van Bestuur van de Nederlandse Mededingingsautoriteit (hierna: de Raad) een besluit genomen waarbij de vermogenskostenvoet is vastgesteld als bedoeld in artikel 2.9, zesde lid, van het Besluit markttoezicht registerloodsen.
2. Bij brief van 23 mei 2008 is een pro forma bezwaarschrift ingediend tegen het besluit van 14 april 2008 (hierna: het bestreden besluit óf het besluit van 14 april 2008) door:
 - De Nederlandse Loodsencorporatie, gevestigd te Rotterdam;
 - De regionale loodsencorporatie Noord, gevestigd te Delfzijl;
 - De regionale loodsencorporatie Amsterdam-IJmond, gevestigd te IJmuiden;
 - De regionale loodsencorporatie Rotterdam-Rijnmond, gevestigd te Rotterdam;
 - De regionale loodsencorporatie Scheldemonden, gevestigd te Vlissingen en
 - Nederlands Loodswezen B.V., gevestigd te Pernis Rotterdam.

Deze bezwaarmakers zullen hierna kortheidshalve worden aangeduid als: het Loodswezen.

3. Het Loodswezen is bij brief van 29 mei 2008 in de gelegenheid gesteld het pro forma bezwaarschrift nader te motiveren. Bij brief van 30 mei 2008 hebben gemachtigden een aanvullend bezwaarschrift ingediend.
4. Bij brief van 20 juni 2008 is het Loodswezen uitgenodigd voor een hoorzitting als bedoeld in artikel 7:2 Algemene wet bestuursrecht (hierna: Awb) op 7 juli 2008 ten kantore van de NMa.
5. Het Loodswezen heeft van deze gelegenheid gebruik gemaakt. Van de hoorzitting is een verslag gemaakt dat op 19 augustus 2008 is verzonden.

6. Bij brief van 23 juli heeft het Loodswezen nadere stukken ingebracht ter beantwoording van vragen die tijdens de hoorzitting zijn gesteld.

II. Achtergrond en juridisch kader

7. Op 1 januari 2008 is de Wet markttoezicht registerloodsen in werking getreden.¹ De Wet markttoezicht registerloodsen wijzigt onder meer de Loodsenwet en draagt de regulering van de loodsgeldtarieven op aan de Raad.
8. Ingevolge artikel 27b, eerste lid, Loodsenwet (hierna: Lw) stelt de ledenvergadering van de corporatie in het belang van een op de kosten gebaseerde 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.
9. In hoofdstuk 2, paragraaf 1 (artikelen 2.1 tot en met 2.10), van het Besluit markttoezicht registerloodsen² (hierna: het Besluit) zijn bepalingen opgenomen omtrent de inrichting van het kostentoerekeningssysteem.
10. In artikel 2.1 van het Besluit is bepaald dat het kostentoerekeningssysteem als bedoeld in artikel 27b van de wet, wordt ingericht overeenkomstig deze paragraaf. Een onderdeel van het kostentoerekeningssysteem is de berekening van de vermogenskosten.
11. Ingevolge artikel 2.9, zesde lid, van het Besluit 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. De Raad stelt deze methode en parameters bij besluit vast. De Raad heeft bij het bestreden besluit de methode en de parameters vastgesteld.
12. In de toelichting bij artikel 2.9 van het Besluit is gesteld dat het in de rede ligt dat de Raad de WACC-methode (Weighted Average Cost of Capital), ofwel de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet, zal hanteren.³ Deze methode is een algemeen aanvaarde bedrijfseconomische rekenmethode om vermogenskosten vast te stellen. Deze methode stelt een rendement vast dat, door middel van een vaste formule, wordt uitgedrukt als een

¹ 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.

² 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.

³ Besluit markttoezicht registerloodsen, Stb. 2007, 561, p. 19-20.

percentage van het geïnvesteerd vermogen per jaar. De parameters (variabelen) in die formule worden vastgesteld bij besluit van de Raad.

13. De Raad heeft voor het berekenen van de vermogenskosten gebruik gemaakt van bovengenoemde rekenmethode. Deze methode is in bijlage 1 bij het bestreden besluit beschreven.
14. Ter voorbereiding op het bestreden besluit heeft de Raad in juli 2007 onder meer een opdracht verstrekt aan ECORYS (Research and Consulting) om te adviseren over enkele parameters van de vermogenskostenvoet waarvan de hoogte afhankelijk is van de karakteristieken van de sector. Dit betreft in het bijzonder de bèta en de vermogensstructuur (gearing). ECORYS heeft naar aanleiding van deze opdracht op 14 december 2007 een eindrapport uitgebracht. Bij memo van 28 januari 2008 heeft ECORYS een nadere toelichting op het eindrapport gegeven.
15. In opdracht van het Loodswezen heeft JBR organisatieadviseurs B.V. (hierna: JBR) op 26 juni 2007 een advies uitgebracht inzake de berekening van de WACC. Dit advies is op 27 juni 2007 door het Loodswezen aan de NMa gezonden. Het Loodswezen heeft de Raad toestemming gegeven bij het nemen van het bestreden besluit gebruik te maken van dit rapport.
16. Tevens heeft de Raad voor het bepalen van de risicovrije rente gebruik gemaakt van een rapport van Frontier Economics van april 2008.⁴
17. Voorafgaand aan het nemen van het bestreden besluit is in de periode december 2007 tot april 2008 diverse malen contact geweest tussen de NMa en het Loodswezen over de bevindingen van ECORYS en JBR. Bij brief van 8 januari 2008 heeft het Loodswezen enige aanvullende standpunten ingebracht. Daarnaast heeft het Loodswezen per e-mail van 14 maart 2008 haar voorkeur uitgesproken voor een vaste risicovrije rente.

III. Bezwaren

18. Het Loodswezen heeft samengevat de volgende gronden van bezwaar tegen het bestreden besluit aangevoerd.
19. In randnummer 3 tot en met 11 van het aanvullend bezwaarschrift stelt het Loodswezen dat de parameters onvoldoende consistent, met inachtneming van de factor risico en de meest recente gegevens, zouden zijn vastgesteld. Ter onderbouwing van het punt van de

⁴ Updated cost of capital estimate for energynetworks, Frontier Economics, april 2008, in te zien via www.energiekamer.nl.

consistentie voert het Loodswezen meer concreet aan dat de Raad onvoldoende zorgvuldig en gemotiveerd gebruik zou hebben gemaakt van de rapporten van ECORYS, JBR en Frontier Economics. Een onvoldoende consistente vaststelling van de parameters zou volgens het Loodswezen ook uit de praktijk blijken. Het Loodswezen licht dit nader toe met de stelling dat de door de Raad gehanteerde parameters in samenhang bezien niet zouden overeenkomen met de werkelijkheid⁵ en daarom niet geacht kunnen worden te voldoen aan algemeen aanvaardbare principes als consistentie en het gebruik van meest recente gegevens. Bij de factor risico wijst het Loodswezen op het algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principe dat een hoger risico ook kostenverhogend zou werken en dat hiermee door de Raad onvoldoende rekening is gehouden. Het Loodswezen verwijst hierbij specifiek naar het onder het punt van de risicovrije rente naar voren gebrachte argument dat aandeelhouders/vennoten van het loodswezen voor lange tijd afstand doen van hun vermogen.

20. Toetsing in bezwaar zou volgens het Loodswezen betekenen dat de NMa op grondslag van het bezwaar de parameters uit het WACC-besluit waartegen het Loodswezen bezwaargronden heeft gericht volledig zou moeten heroverwegen. Dit zou niet alleen inhouden dat moet worden getoetst aan de huidige stand van zaken, maar ook of alles overziend en met inachtneming van wat het Loodswezen naar voren heeft gebracht het WACC-besluit rechtmatig en doelmatig is.
21. Het Loodswezen heeft verder tegen de volgende individuele parameters bezwaargronden gericht.

Risicovrije rente

22. De parameter risicovrije rente is volgens het Loodswezen onjuist vastgesteld. Hiertoe wordt aangevoerd dat een relatief lange looptijd van circa 20 jaar, zoals gehanteerd wordt in het rapport van JBR, juist zou zijn. Daarnaast is de risicovrije rente volgens het Loodswezen ten onrechte gebaseerd op een voor het Loodswezen onbekend rapport van Frontier Economics. Dit zou met zich meebrengen dat het bestreden besluit onzorgvuldig is voorbereid. Bovendien heeft dit rapport betrekking op de energiesector. De methode die door de Raad gehanteerd is om de risicovrije rente te berekenen leidt volgens het Loodswezen niet tot een betrouwbare inschatting van de toekomstige risicovrije rente. Afgaand op het gehanteerde cijfermateriaal van Frontier Economics is herijking van de risicovrije rente volgens het Loodswezen noodzakelijk.

Asset bèta (en de equity bèta)

23. Het Loodswezen is voorts van mening dat de parameter asset bèta (en de equity bèta) onjuist is vastgesteld. Hiertoe voert het Loodswezen aan dat bij het bepalen van de asset

⁵ Concreet wordt genoemd dat de werkelijke rentelasten van de loodsers hoger zouden zijn dan de door de Raad vastgestelde kostenvoet voor het vreemd vermogen.

bèta (en equity bèta) onjuist gebruik is gemaakt van de “peer group” (in dit besluit en het besluit van 14 april 2008 ook genoemd: “referentiegroep”). De Raad heeft bepaalde bedrijven uit de door ECORYS geadviseerde “peer group” geschrapt. De onderbouwing achter deze verwijdering is volgens het Loodswezen echter onvoldoende. Het eenvoudigweg verwijderen van bepaalde bedrijven uit de “peer group” verandert volgens het Loodswezen de evenwichtigheid en daarmee de representativiteit van de groep. Daarnaast zijn volgens het Loodswezen niet de meest recente data gebruikt. Bij het nemen van de beslissing op bezwaar dient de Raad volgens het Loodswezen ex nunc te toetsen en zich alsnog te baseren op de dan meeste recente stand van zaken.

Renteopslag

24. Het Loodswezen stelt eveneens dat de parameter renteopslag onjuist is vastgesteld. De Raad komt tot een opslag van 60 basispunten waarbij hij zich mede baseert op het rapport van Frontier Economics van maart 2008, waar het Loodswezen overigens geen kennis van heeft kunnen nemen. Het Loodswezen onderschrijft de argumentatie van de Raad om in afwijking van het advies van ECORYS – waarin een bandbreedte van 60-80 basispunten aan de Raad is voorgesteld – tot een renteopslag van 60 basispunten te komen niet. Deze bandbreedte is reeds in 2006 gevonden en kan volgens het Loodswezen geenszins thans nog toepassing vinden. Door veranderende economische- en marktomstandigheden kan de renteopslag fors variëren, hetgeen volgens het Loodswezen ten onrechte in het bestreden besluit niet zou zijn meegenomen. Hoewel volgens het Loodswezen geen eenduidige conclusie kan worden getrokken uit de beschikbare gegevens, acht het Loodswezen een renteopslag van rond de 170 basispunten meer realistisch.
25. De renteopslag van 60 basispunten resulteert in een vergoeding voor het vreemd vermogen van 4,6%. In werkelijkheid liggen de rentelasten op het vreemd vermogen bij het Loodswezen ruim boven de 5%. Een renteopslag van 60 basispunten is daarom niet in overeenstemming met hetgeen het Loodswezen tot nu toe als kostenvoet van het vreemd vermogen heeft kunnen verkrijgen.

Opslag voor niet-systematische risico's

26. Naast de voornoemde door de Raad vastgestelde parameters voert het Loodswezen als laatste grond van bezwaar aan dat sprake zou zijn van een onjuiste opslag voor niet-systematische risico's. Hiertoe wordt aangevoerd dat de opslag voor niet-systematische risico's ongelijk is aan nihil, zoals in beschikbare literatuur zou worden aangetoond. Het feit dat een aandeelhouder of vennoot aansprakelijk kan worden gesteld brengt volgens het Loodswezen een hoger risico met zich mee, met als gevolg een hogere gewenste vergoeding. Het Loodswezen acht een opslag van 2%, zoals voorgesteld door JBR, niet onredelijk. Tot slot voert het Loodswezen aan dat ten onrechte niet consistent rekening is gehouden met de eigen aard en organisatie van het Loodswezen.

IV. Overwegingen naar aanleiding van de bezwaren

IV.1 Inleiding

23. In het hiernavolgende gaat de Raad in op de door het Loodswezen ingebrachte bezwaren. Daartoe worden eerst een aantal algemene overwegingen gewijd aan de door het Loodswezen ingebrachte bezwaren.
24. Daarna gaat de Raad in op de afzonderlijke door het Loodswezen ingebrachte bezwaren. Als eerste wordt ingegaan op de door het Loodswezen in randnummer 3 tot en met 11 van het aanvullend bezwaarschrift naar voren gebrachte bezwaren en vervolgens op de bezwaren van het Loodswezen tegen specifieke door de Raad vastgestelde parameters. Tot slot gaat de Raad onder de noemer 'overige aspecten' in op de kwestie van de door het Loodswezen geclaimde opslag voor niet systematische risico's voor de bepaling van de hoogte van de vermogenskostenvoet.

IV.2 Algemene overwegingen

De WACC is normatief

25. Benadrukt dient te worden dat de beoordeling van de vermogenskostenvoet voor het Loodswezen een beoordeling is in het kader van markttoezicht. Vaststelling van het rendement door de Raad is er op gericht te voorkomen dat een monopolistisch georiënteerde aanbieder overwinst maakt.⁶ Het rendement dient door de Raad met het oog op dit laatste te worden beoordeeld op redelijkheid.
26. Hantering van het begrip redelijkheid, dat erop gericht is te voorkomen dat een monopolistisch georiënteerde aanbieder overwinst maakt, brengt met zich dat de beoordeling door de Raad nadrukkelijk normstellend van aard is. Dit is overigens gangbaar in het sectorspecifieke markttoezicht in Nederland. Dit impliceert dat in een beoordeling van de normatieve vermogenskostenvoet van het Loodswezen niet zonder meer wordt uitgegaan van de vermogenskosten die *daadwerkelijk* door het Loodswezen gemaakt zouden worden.
27. Het juridisch kader van de Loodsenwet bakent de ruimte van deze normering af door de eis dat de berekening van de vermogenskosten dient te voldoen aan algemeen aanvaardbare

⁶ Zie randnummer 4 van het besluit van 14 april 2008 waar is verwezen naar paragraaf 4.2.5.3 van de Memorie van Toelichting van de Loodsenwet, Kamerstukken II, 2006 – 2007, nr. 3, p. 24 – 25. De MvT vermeldt: "Het rendement moet worden geraamd en wordt door de raad van bestuur NMa beoordeeld op redelijkheid. Voorkomen moet worden dat een monopolistisch georiënteerde aanbieder van diensten overwinsten maakt".

bedrijfseconomische principes, terwijl de WACC-methode wordt genoemd als een algemeen aanvaarde bedrijfseconomische rekenmethode om vermogenskosten vast te stellen.⁷

28. In dit verband zij ook verwezen naar de doelstelling van het bereiken van de meest efficiënte werkwijze van het Loodswezen als genoemd in artikel 27g, eerste lid, sub b, van de Loodsenwet waartoe de tariefvoorstellen van het Loodswezen in voldoende mate zullen moeten bijdragen. Ook in paragraaf 4.2.5.5 van de Memorie van Toelichting van de Wet markttoezicht registerloodsen wordt nog eens verwezen naar de efficiencyprikkels die de wetgever wenselijk heeft geacht.⁸ Het bestreden besluit – dat al direct medebepalend is voor de tarieven omdat de prijs van een kostencomponent wordt vastgelegd – dient ook in het licht van deze doelstellingen te worden gezien.
29. Indien, zoals het Loodswezen stelt, haar werkelijke vermogenskosten hoger zijn, dan kan dit als zodanig geen reden zijn voor de Raad om de normatieve vermogenskostenvoet hoger te stellen. Daarmee zou niet beantwoord worden aan een belangrijke doelstelling van de tariefregulering van het Loodswezen, waarvan het bestreden besluit een belangrijk onderdeel uitmaakt, te weten bijdragen aan het bereiken van de meest efficiënte werkwijze van registerloodsen en de productiviteit en kwaliteit van de loodsdienstverlening. In die zin neemt het Loodswezen een minder unieke positie in dan zij zelf stelt te hebben.⁹
30. Voorts merkt de Raad op dat in het bestreden besluit een vermogenskostenvoet van 11,1% wordt gehanteerd. Daarmee wordt het Loodswezen een gegarandeerd rendement op het geïnvesteerd vermogen gegund van 11,1%. Indien het bezwaar van het Loodswezen onverkort wordt gehonoreerd zou dat betekenen dat de Raad het Loodswezen zou toestaan haar afnemers een vermogenskostenvoet van bijna 16% in rekening te brengen.¹⁰ Laatstgenoemde vermogenskostenvoet zou – hoewel er uiteraard verschillen bestaan met andere sectoren – in breder perspectief geschetst zeer ernstig uit de toon vallen bij de vermogenskosten die de Raad in andere recente situaties van het hem opgedragen toezicht op monopolioïde sectoren heeft toegestaan. Zelfs gecorrigeerd voor belastingverschillen tussen het Loodswezen en die ondernemingen is de vermogenskostenvoet die de Raad volgens het Loodswezen zou moeten toestaan bijna twee keer zo hoog als de gangbare praktijk in andere gereguleerde sectoren laat zien.
31. In de bezwaren van het Loodswezen wordt verder aangegeven dat de vaststelling van de parameters onevenwichtig zou zijn geschied. In het bestreden besluit is de lijn gehanteerd dat parameters worden getoetst op algemeen aanvaarbare bedrijfseconomische principes. Dit heeft er toe geleid dat in een aantal gevallen ook voor parameters is gekozen die vanuit

⁷ Zie hierover de randnummers 10 tot en met 14 van het bestreden besluit.

⁸ Kamerstukken II, 2006 – 2007, nr. 3, p. 25 – 26.

⁹ Zie randnummer 15 van het aanvullend bezwaarschrift.

¹⁰ Gebaseerd op een risicovrije rente met een looptijd van 20 jaar.

het perspectief van het Loodswezen gunstiger zijn dan de parameters die het Loodswezen tijdens de voorbereiding van het besluit zelf aangaf of dat de Raad deze heeft overgenomen. Dit betreft de hoogte van de gearing, de marktrisicopremie en de belastingvoet. Anders dan het Loodswezen is de Raad daarom van oordeel dat geen sprake is van een onevenwichtig tot stand gekomen besluit.

Beoordelingsmarge

32. Binnen voornoemd kader dient de Raad zich een oordeel te vormen over de individuele parameters van de hoogte van de WACC. Het wettelijk kader dwingt niet tot bepaalde keuzen ten aanzien van de methode voor de vaststelling van de parameters, anders dan de hiervoor in randnummer 27 vermelde afbakening, zodat de Raad een zekere beoordelingsvrijheid toekomt, waarbinnen in beginsel meerdere rechtmatige keuzen mogelijk zijn. Het bestreden besluit is daarmee voor wat betreft de beoordelingsmarge vergelijkbaar met besluiten in andere sectoren waarin tariefregulering plaatsvindt en waarbij sprake is van een in ruime bewoordingen gesteld wettelijk kader. Blijkens de rechtspraak op basis van in de desbetreffende sectoren van toepassing zijnde wetten dient deze beoordelingsmarge te worden gerespecteerd.¹¹

IV.3 De bezwaren in de randnummers 3 tot en met 11 van het aanvullende bezwaarschrift

33. In randnummer 3 tot en met 11 van het aanvullend bezwaarschrift stelt het Loodswezen dat de parameters onvoldoende consistent, met inachtneming van de factor risico en de meest recente gegevens, zouden zijn vastgesteld. De nadere onderbouwing van deze bezwaargrond door het Loodswezen is hiervoor in randnummer 17 weergegeven.
34. De Raad gaat op deze plaats in algemene zin in op hetgeen het Loodswezen in de randnummers 3 tot en met 11 hebben gesteld. Voor zover de bezwaren in dit onderdeel betrekking hebben op specifieke parameters en de opslag voor niet-systematische risico's, komen deze hierna bij de behandeling van de bezwaren tegen deze grootheden aan de orde.

Actualiteit van gebruikte gegevens

35. Het bezwaar van het Loodswezen richt zich er onder meer op dat door de Raad gebruikte gegevens niet van de meest recente datum zouden zijn. Er zouden gegevens van een recentere datum beschikbaar zijn. Dit bezwaar wordt concreet uitgewerkt bij het bezwaar op de door de Raad vastgestelde specifieke parameters, te weten de risicovrije rente, de asset beta (en equity beta) en de renteopslag. Het Loodswezen geeft in zijn bezwaarschrift daarbij

¹¹ Zie bijvoorbeeld CBb 3 december 2003, AB 2004, 19 (Kostentoerekeningssysteem UPC), CBb 6 april 2004, LJN: AV8782 (Kostentoerekeningssysteem KPN), CBb 13 december 2007, LJN: BC0053 (Methodebesluit tweede reguleringsperiode gas), CBb 13 juni 2008, LJN: BD5228 (Methodebesluit derde reguleringsperiode elektriciteit), Rechtbank Rotterdam 30 juni 2008, AWB 07/2077 MEDED WILD T1 en AWB 07/2078 MEDED VERW T1 (Kostentoerekeningssysteem Schiphol).

zowel gegevens van enkele maanden vóór het nemen van het besluit (renteopslag en asset beta) als gegevens uit de periode ná het op 14 april 2008 genomen besluit. De meest recente door het Loodswezen ingebrachte gegevens dateren van 18 juli 2008.

36. De Raad gaat in het hiernavolgende in op het gebruik van gegevens ná de datum van het nemen van het besluit. De overige argumentatie van het Loodswezen op dit punt komt aan de orde bij de specifieke parameters waar dit door het Loodswezen naar voren is gebracht.
37. Ter hoorzitting is door het Loodswezen desgevraagd aangegeven dat de beslissing op bezwaar ingevolge artikel 7:11 Algemene wet bestuursrecht een volledige heroverweging betreft. De beoordeling dient in de visie van het Loodswezen ex nunc plaats te vinden. Daarbij is tevens gewezen op een recentelijk gedane uitspraak van het College van Beroep voor het bedrijfsleven (hierna: CBb) over de tarieven van Nozema. Uit deze uitspraak zou blijken dat wanneer er nieuwe gegevens beschikbaar zijn of als kan worden vermoed dat de gebruikte gegevens niet meer actueel zijn, dient te worden uitgegaan van de nieuwe cijfers.
38. Het standpunt van het Loodswezen betekent dat in bezwaar een volledige actualisering van alle gebruikte gegevens waarop het bestreden besluit is gebaseerd, zou moeten plaatsvinden. Dit niet omdat de door de Raad gebruikte gegevens ten principale onjuist zijn, maar omdat tussen het moment van het besluit in primo en de beslissing op bezwaar een bepaalde periode is gelegen. Gedurende deze periode zijn de gegevens waarop het besluit in primo is gebaseerd aan fluctuaties onderhevig geweest. Dit is echter inherent aan deze gegevens, daar het gegevens betreft die afkomstig zijn van financiële markten. Het standpunt van het Loodswezen brengt derhalve voor besluiten van financieel-economische aard, zoals die in het kader van economische regulering worden genomen, met zich dat in bezwaar altijd tot actualisering van alle parameters zou moeten worden overgegaan op het moment dat sprake is geweest van fluctuatie in de gegevens die aan het in bezwaar bestreden besluit ten grondslag liggen.
39. De Raad is hierover van oordeel dat dit in zijn algemeenheid niet kan worden aanvaard. Besluiten zoals het onderhavige worden op enig tijdstip genomen. Dit tijdstip geldt als peildatum voor wat betreft de aan het besluit ten grondslag te leggen gegevens.
40. In een besluit als het onderhavige wordt vervolgens een vermogenskostenvoet voor een bepaald tijdvak vastgesteld. De vermogenskostenvoet is in het besluit vastgesteld voor een periode die maximaal de geldingsduur van het besluit ter instemming met het kostentoerekeningssysteem zou beslaan.¹² De Raad heeft zich rekenschap gegeven van de representativiteit van de parameters voor een langere periode op het moment van het

¹² Als vermeld in randnummer 67 van het bestreden besluit: "Tenzij sprake is van omstandigheden als genoemd in randnummers 15 en 18 van het besluit van 14 april 2008".

nemen van het besluit.¹³ Het is echter inherent aan financieel-economische besluiten als het onderhavige en aan de aard van de van financiële markten afkomstige gegevens dat de werkelijke parameters gedurende het tijdvak waarvoor het besluit geldt, kunnen gaan afwijken van de in het bestreden besluit (normatief) vastgestelde parameters. Gegevens kunnen ongunstiger maar ook gunstiger uitvallen. Dat na het nemen van het besluit in primo fluctuaties zijn opgetreden op de financiële markten, betekent niet dat in bezwaar deze fluctuaties automatisch zouden moeten leiden tot een actualisering van alle aan het bestreden besluit ten grondslag liggende gegevens. Dat zal slechts het geval kunnen zijn als in bezwaar komt vast te staan dat een bepaalde parameter ten tijde van het nemen van het bestreden besluit onjuist is vastgesteld.

41. Voor wat betreft de uitspraak van het CBB inzake de tarieven van Nozema – de Raad gaat ervan uit dat bedoeld wordt op de uitspraak van het CBB van 7 mei 2008, LjN: BD1064 (Nozema/OPTA) – blijkt uit die uitspraak niet dat er in bezwaar een algehele plicht zou bestaan tot actualisering van alle parameters op het moment dat de daaraan ten grondslag liggende gegevens in het periode tussen het besluit in primo en de beslissing op bezwaar aan fluctuaties onderhevig zijn geweest. Uit de uitspraak blijkt slechts dat OPTA in bezwaar de marktrisicopremie heeft aangepast, omdat deze in primo te hoog was vastgesteld. Voor het overige zijn in bezwaar door OPTA geen gegevens geactualiseerd.¹⁴ Dit is voor het CBB geen reden geweest om de toetsing in bezwaar onjuist te achten.
42. De Raad wijst daarbij ook op het volgende. Het Loodswezen heeft de NMa desgevraagd bij brief van 3 maart 2008¹⁵ meegedeeld dat de NMa de inhoud van de rapportage van JBR uit 2007 mocht gebruiken ter voorbereiding en onderbouwing van het WACC-besluit. Uit deze rapportage van JBR is te concluderen¹⁶ – naast het feit dat het hier gegevens uit 2007 betreft – dat de parameters renteopslag en asset bèta voor een periode van 3 tot 5 jaar kunnen worden vastgelegd. Specifiek voor de risicovrije rente is het Loodswezen door de NMa kort voor het nemen van het besluit om instemming voor het vastleggen van de deze parameter voor een langere periode gevraagd. Het Loodswezen heeft laten weten akkoord te gaan met deze aanpak.¹⁷ Het Loodswezen zag in vastlegging van deze parameters voor een langere

¹³ Zie daarvoor onder meer randnummer 17 van het besluit van 14 april 2008.

¹⁴ CBB van 7 mei 2008, LjN: BD1064 (Nozema/OPTA), overweging 7.10.5.

¹⁵ Zaak 200101, dossierstuk 8.

¹⁶ Zie het volgende citaat uit de rapportage JBR “Berekening WACC van het Loodswezen” d.d. 26 juni 2007 pagina 19 *“Bij het voorstel ter zake van de jaarlijkse vaststelling van de WACC van het Loodswezen, is uitgegaan van (tenminste) een jaarlijks vaststelling van de risicovrije rente, de marktrisicopremie en de verhouding eigen vermogen en vreemd vermogen. Voor wat betreft de overige elementen lijkt ons dat een vaststelling met een afwijkende periodiciteit (bijvoorbeeld drie of vijf jaar kan worden overeengekomen”* Voor het rapport van JBR zie zaak 200101, dossierstuk 1.

¹⁷ Zaak 200101, dossierstuk 9.

periode geen bezwaren, terwijl het Loodswezen op de hoogte mag worden geacht te zijn van het feit dat gegevens naderhand in de praktijk kunnen gaan afwijken.

43. Daar komt nog het volgende bij. Voor zover er tot op zekere hoogte een restrisico zou zijn dat de Loodswezen een vermogenskostenvergoeding zou ontvangen die achteraf bezien en gemeten over een langere termijn niet representatief zou blijken te zijn, geldt dat de Raad hiermee rekening heeft gehouden. De Raad heeft, als vermeld in randnummer 15 van het besluit van 14 april 2008, een mogelijkheid opgenomen om na 3 jaar een nieuwe vermogenskostenvoet vast te stellen al dan niet op verzoek van het Loodswezen. Deze mogelijkheid is mede met het oog op voornoemd restrisico opgenomen.
44. De Raad acht actualisering van het bestreden besluit in bezwaar aan de hand van gegevens van ná de datum van het nemen van het besluit op grond van bovenstaande overwegingen niet aan de orde. De Raad verklaart het bezwaar van het Loodswezen op dit onderdeel ongegrond.

Motivering voor de keuze van parameters uit verschillende rapportages

45. Het Loodswezen acht de keuze om bij verschillende parameters uit te gaan van een bepaald rapport (JBR of ECORYS) onvoldoende gemotiveerd. Zelfs zou de Raad ondanks dat de aannames basisgegevens en methodes onderling afwijken de methodes en resultaten combineren. Op meerdere punten uit het besluit van 14 april 2008 zou niet duidelijk naar voren komen waarom de Raad nu weer het ene dan weer de andere conclusie overneemt – of zelfs conclusies ‘combineert’.
46. De Raad acht deze algemeen geformuleerde bezwaren niet gegrond. De Raad is van oordeel dat in het besluit van 14 april 2008 steeds voldoende is gemotiveerd waarom zij voor een bepaalde parameter heeft gekozen. De motivering in het besluit dient daarbij mede te worden gelezen in het licht van het gestelde in de randnummers 10 tot en met 19 van het besluit. Daarin komen de algemene uitgangspunten naar voren, zoals het gebruik van algemeen aanvaardbare bedrijfseconomische principes en het gebruik van het WACC methodiek en het Capital Asset Pricing Model. Deze uitgangspunten zijn steeds gehanteerd en vormen daarmee een waarborg voor consistentie in de gemaakte keuzen.
47. De rapportages hebben de status van advies aan de Raad. Het feit dat de Raad niet steeds de uitkomsten van dezelfde rapportage overneemt of die soms combineert onderstreept als zodanig de eigen verantwoordelijkheid en onafhankelijkheid van de Raad en valt ook als zodanig binnen de beoordelingsvrijheid van de Raad in dit vraagstuk.¹⁸
48. Ook de door het Loodswezen aangevoerde suggestie dat de keuze om van verschillende rapporten het gevaar in zich zou brengen van inconsistentie, omdat bepaalde parameters

¹⁸ Zie over de beoordelingsvrijheid randnummer 32 van dit besluit.

niet in overeenstemming zouden zijn met de praktijk, kan niet als juist worden aanvaard. Zoals hiervoor bij de algemene overwegingen is aangegeven, is het stellen van een kostenvoet voor het vermogen een kwestie van normering, gericht op het tegengaan van overwinst door een monopolistische aanbieder. Dit impliceert dat in een beoordeling van de normatieve vermogenskostenvoet van het Loodswezen niet zonder meer wordt uitgegaan van de vermogenskosten die daadwerkelijk door het Loodswezen zijn gemaakt. Het feit dat beoordelingen van de Raad kunnen afwijken van hetgeen door het Loodswezen aan vermogenskosten wordt opgevoerd als werkelijk door het Loodswezen gemaakte kosten, is aldus geen bewijs of aanwijzing voor inconsistentie in de gemaakte keuzes door van verschillende rapporten uit te gaan of die te combineren.

49. De Raad verklaart op grond van voornoemde overwegingen het aldus genoemde aspect van het bezwaar van het Loodswezen ongegrond.
50. Hierna zullen de concrete bezwaren van het Loodswezen ten aanzien van de motivering in het besluit bij specifieke parameters worden besproken.

IV.4 Risicovrije rente

51. De parameter risicovrije rente is volgens het Loodswezen onjuist vastgesteld. Hiertoe wordt aangevoerd dat een relatief lange looptijd van circa 20 jaar, zoals gehanteerd wordt in het rapport van JBR, juist zou zijn. Daarnaast is de risicovrije rente volgens het Loodswezen ten onrechte gebaseerd op een voor het Loodswezen onbekend rapport van Frontier Economics. Dit zou met zich meebrengen dat het bestreden besluit onzorgvuldig is voorbereid. Bovendien heeft dit rapport betrekking op de energiesector. De methode die door de Raad gehanteerd is om de risicovrije rente te berekenen leidt volgens het Loodswezen niet tot een betrouwbare inschatting van de toekomstige risicovrije rente. Afgaand op het gehanteerde cijfermateriaal van Frontier Economics is herijking van de risicovrije rente volgens het Loodswezen noodzakelijk.
52. Ten aanzien van het bezwaar dat de risicovrije rente onjuist zou zijn vastgesteld overweegt de Raad als volgt.

Looptijd

53. Ten aanzien van de looptijd van de risicovrije rente is in het bestreden besluit met betrekking tot de risicovrije rente als onderdeel van de WACC-formule aangegeven dat dit een algemene, voor alle sectoren geldende, parameter betreft. Deze is vanuit het perspectief van iedere sector gelijk. De Raad volgt dan ook bij deze algemene variabele zijn handelswijze in andere onder haar toezicht vallende sectoren, zoals de energiesector, en handelt hiermee in lijn met de gedachte van de wetgever dat dient te worden aangesloten bij een gangbare methodiek voor de vaststelling van de vermogenskostenvoet.

54. Als aangegeven op pagina 19 van de bijlage van het bestreden besluit is de risicovrije rente bij de vaststelling van de vermogenskostenvoet op basis van de WACC-methodiek en het Capital Asset Pricing Model een algemene vanuit het perspectief van iedere sector gelijke parameter. In het bestreden besluit is aangegeven dat de risicovrije rente wordt benaderd door uit te gaan van het geëiste rendement op een staatsobligatie. De Raad heeft hiervoor de rendementsvoet op staatsobligaties met een looptijd van 10 jaar gekozen.
55. Het Loodswezen is echter van mening dat een looptijd van 20 jaar juist zou zijn. De aandeelhouders/vennoten van het Loodswezen zouden geen keuze hebben inzake de termijn waarop zij afstand doen van hun vermogen, anders dan dat die termijn aanvangt bij de start van de beroepsactiviteiten en eindigt bij beëindiging daarvan. Het Loodswezen geeft in randnummer 10 van haar aanvullend bezwaarschrift in verband met het feit dat aandeelhouders/vennoten van het Loodswezen lang afstand van hun vermogen doen het een algemeen aanvaardbaar bedrijfseconomisch principe is dat een hoger risico kostenverhogend werkt.
56. De Raad benadrukt dat – zoals in het juridisch kader in paragraaf II hiervoor is aangegeven – aangesloten dient te worden bij hetgeen gangbaar is in dit soort economische regulering, te weten de WACC-methode en het Capital Asset Pricing Model. Een onderdeel daarvan vormt de hantering van een risicovrije rente. Als aangegeven in het bestreden besluit kan een staatsobligatie met een looptijd van 20 jaar niet als risicovrij worden aangemerkt.¹⁹ Dit is inherent aan deze langere looptijd. Verder speelt daarbij ook de geringere verhandelbaarheid van dit soort obligaties een rol. Geringere verhandelbaarheid brengt met zich mee dat betrouwbare gegevens over de waarde en daarmee over de impliciete rente op dit soort obligaties minder voorhanden zijn. Dit probleem doet zich bij obligaties met een looptijd van 10 jaar niet voor. Het Loodswezen geeft overigens in het bezwaar op dit onderdeel zelf al aan dat de rente niet risicovrij is. Het Loodswezen spreekt immers over een kostenverhogend effect van een hoger risico.²⁰ Voorts wijst de Raad erop dat ook JBR zich bewust is van de geringere verhandelbaarheid van vermogenstitels met een langere looptijd dan 10 jaar.²¹
57. Het feit dat aandeelhouders/vennoten van het Loodswezen langer afstand doen van het vermogen kan naar het oordeel van de Raad geen zelfstandig argument zijn om te kiezen voor een obligatie met een langere looptijd. Dit geldt in de eerste plaats vanwege het hiervoor gestelde. Daarnaast geldt dat een staatsobligatie met een looptijd van 10 jaar voor de bepaling van de risicovrije rente gebruikelijk is en breed wordt aanvaard.

¹⁹ Zie randnummer 32 van het bestreden besluit.

²⁰ Zie randnummer 10 van het aanvullend bezwaarschrift.

²¹ Zie randnummer 31 van het bestreden besluit.

58. Het argument van het Loodswezen dat de te kiezen looptijd dient aan te sluiten bij de investeringshorizon van de loods kan in dit verband geen doel treffen.²² De risicovrije rente is een parameter die zelfstandig moet worden vastgesteld. Het feit dat het Loodswezen vermogen voor een langere periode dan 10 jaar afstand doet van haar vermogen, is geen argument om de risicovrije rente anders vast te stellen dan aan de hand van een staatsobligatie met een looptijd van 10 jaar.
59. Gelet om het voorgaande kan de bezwaargrond van het loodswezen met betrekking tot de lengte van de looptijd geen doel treffen.

Rapportage van Frontier Economics

60. De rapportage van Frontier Economics is op het punt van de risicovrije rente, voor zover relevant, alleen een update van de uitkomst van de berekening zoals die met name in randnummer 30 van het besluit van 14 april 2008 is uiteengezet. Het Loodswezen stelt in bezwaar dat de Raad gebruikt heeft gemaakt van een rapport dat niet bekend zou zijn bij het Loodswezen. Het rapport van Frontier Economics is inderdaad in de primaire fase niet uitdrukkelijk ter kennis van het Loodswezen gebracht. Het rapport heeft weliswaar betrekking op regionale gasnetbeheerders maar kent met betrekking tot de risicovrije rente gegevens die, zoals hiervoor in randnummer 51 al aangegeven, voor alle sectoren gelijk zijn. Derhalve konden deze gegevens aan dit rapport worden ontleend. Daar het rapport voor het overige beperkte relevantie had voor het besluit in primo, is integrale toezending achterwege gebleven. In de bezwaarfase is het Loodswezen alsnog in de gelegenheid gesteld van dit rapport kennis te nemen²³ en kon hierop desgewenst reageren.
61. Dat de rapportage van Frontier Economics betrekking heeft op de energiesector maakt voor de risicovrije rente niet uit. De risicovrije rente is, als hiervoor aangegeven en ook gemotiveerd in het bestreden besluit, een algemene variabele binnen de algemeen in het markttoezicht gebruikte WACC-methode en het Capital Asset Pricing Model.
62. De bezwaargrond van het Loodswezen met betrekking tot het rapport van Frontier Economics kan derhalve geen doel treffen.

²² In randnummer 32 van het bestreden besluit is onder meer gesteld "Ook al zijn activa voor de lange termijn gefinancierd dan nog kan voor de normstelling worden uitgegaan van het opnemen van voorwaarden in de financiering die er toe leiden dat de rentecomponent tijdens de looptijd van de financiering wordt herzien". Dit geldt voor veel ondernemingen en er kan ter beeldvormende illustratie ook worden gewezen op private financieringen. Een huiseigenaar kan bijvoorbeeld 30 jaar in dezelfde woning wonen. Zelfs als steeds dezelfde bank de woning voor 30 jaar hypotheckair financiert, komt het nog veelvuldig voor dat de rentecomponent een aantal keren tijdens de looptijd van de financiering wordt herzien.

²³ Het rapport is integraal gepubliceerd op de website van de Energiekamer van de NMa en op die wijze eenvoudig in te zien. In de bezwaarprocedure is dit door de gemachtigden van het Loodswezen afdoende geacht.

Overige aspecten inzake de representativiteit van de risicovrije rente

63. De rapportage van Frontier Economics dateert van maart 2008. Het bestreden besluit dateert van 14 april 2008. Het Loodswezen heeft in randnummer 32 van het aanvullend bezwaarschrift aangegeven dat wat haar betreft voor de risicovrije rente op een correcte wijze gebruik is gemaakt van de meest recente beschikbare gegevens. Voor wat betreft het eventueel gebruik van gegevens voor de periode na het nemen van het bestreden besluit verwijst de Raad volledigheidshalve naar de overwegingen in de randnummers 32 tot en met 41 van dit besluit.
64. Voor wat betreft de gebruikte methode (gebruik maken van een gemiddelde van twee berekeningen uit een tweejarige en een vijfjarige renteperiode) stelt het Loodswezen dat niet valt in te zien dat deze berekeningswijze leidt tot een betrouwbare inschatting van de toekomstige risicovrije rente. De Raad overweegt dat hij, als aangegeven in het besluit van 14 april 2008, zich wel degelijk rekenschap heeft gegeven in hoeverre deze tot een betrouwbare inschatting voor de toekomst leidt.²⁴ De Raad richt zich bij de vaststelling van risicovrije rentevoet ook op de representativiteit op de langere termijn, temeer omdat de rente op zeer korte termijn volatiel kan zijn. Om die reden wordt naast de tweejarige referentieperiode ook gebruik gemaakt van een vijfjarige referentieperiode, waarin het effect van eventuele korte termijn schokken wordt tegengegaan.
65. De methode geeft daarmee een compromis tussen korte termijn representativiteit en stabiliteit. Deze methodiek zorgt niet alleen bij een dalende maar ook bij een stijgende rente voor stabiele en voorzichtige inschatting van de risicovrije rente. Gebruik van deze methode past in de beoordelingsvrijheid van de Raad. De methode wordt ook gebruikt in het sectorspecifieke toezicht van de Raad in de energiesector.
66. Daar komt nog het volgende bij. Voor het geval – en onverlet alle voorgaande overwegingen inzake representativiteit – er tot op zekere hoogte een restrisiko zou zijn dat de Loodswezen hierdoor een rentevergoeding zou ontvangen die achteraf bezien en gemeten over een langere termijn niet representatief zou blijken te zijn, geldt dat de Raad jegens het Loodswezen met het oog daarop uitermate zorgvuldig heeft gehandeld. Het Loodswezen is vooraf gevraagd of een vaste rente kon rekenen op instemming van het Loodswezen, hetgeen het geval bleek te zijn. Daarnaast heeft de Raad als vermeld in randnummer 15 van het besluit van 14 april 2008 een mogelijkheid opgenomen om na 3 jaar, een nieuwe vermogenskostenvoet vast te stellen al dan niet op verzoek van het Loodswezen. Deze mogelijkheid is mede met het oog op het voorgaande opgenomen.

²⁴ Zie randnummer 28 van het besluit van 14 april 2008 en de bijbehorende voetnoot 20.

Conclusie risicovrije rente

67. Gelet op het voorgaande is de Raad van oordeel dat de risicovrije rente juist is vastgesteld. De Raad acht het bezwaar van het Loodswezen op dit punt niet gegrond en ziet geen noodzaak tot herijking.

IV.5 Asset bèta (en equity bèta)

68. Het Loodswezen is voorts van mening dat de parameter asset bèta (en de equity bèta) onjuist is vastgesteld. Hiertoe voert het Loodswezen aan dat bij het bepalen van de asset bèta (en equity bèta) onjuist gebruik is gemaakt van de “peer group”. (in dit besluit en het besluit van 14 april 2008 ook: referentiegroep). De Raad heeft bepaalde bedrijven uit de door ECORYS geadviseerde “peer group” geschrapt. De onderbouwing achter deze verwijdering is volgens het Loodswezen echter onvoldoende. Het eenvoudigweg verwijderen van bepaalde bedrijven uit de “peer group” verandert volgens het Loodswezen de evenwichtigheid en daarmee de representativiteit van de groep. Daarnaast zijn volgens het Loodswezen niet de meest recente data gebruikt. Bij het nemen van de beslissing op bezwaar dient de Raad volgens het Loodswezen ex nunc te toetsen en zich alsnog moeten baseren op de dan meeste recente stand van zaken.
69. Als achtergrond inzake de equity bèta zij het volgende vermeld. Voor de bepaling van de equity bèta van de activiteiten voor de gereguleerde onderneming wordt doorgaans gebruik gemaakt van de gegevens van beursgenoteerde ondernemingen uit een referentiegroep die bijvoorbeeld vergelijkbare activiteiten verricht als de onderzochte onderneming. Laatstgenoemde gegevens meten de aandelenkoersbeweging van de onderneming ten opzichte van de totale aandelenmarkt. De op deze wijze bepaalde equity bèta voor een onderneming hangt echter af van de financiële kenmerken van de referentiegroep, onder meer de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen. Bij het bepalen van een equity bèta voor een specifieke gereguleerde onderneming dient de bèta voor deze invloeden te worden gecorrigeerd. Dit betekent dat de equity bèta van de referentiegroep eerst wordt omgerekend naar een zogenaamde asset bèta door te corrigeren voor de financieringsverhoudingen en in geval van belastingheffing ook voor de belastingen. Als tweede stap wordt de asset bèta weer omgerekend naar de equity bèta voor de specifieke gereguleerde onderneming.
70. Voor wat betreft de grond van bezwaar dat de parameter asset bèta (en de equity bèta) onjuist is vastgesteld, overweegt de Raad als volgt.
71. In het bestreden besluit heeft de Raad – kort samengevat – overwogen dat er geen direct met de gereguleerde activiteiten van het Loodswezen vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen zijn. De Raad is bij de vaststelling van de referentiegroep uitgegaan van de maritieme sector, aangezien deze zich in dezelfde bedrijfskolom bevindt als het Loodswezen en aannemelijk is dat deze sector voor wat betreft bijvoorbeeld conjunctuurgevoeligheid

meer vergelijkbaar is met het Loodswezen dan bijvoorbeeld de sector openbaar vervoer. Hiermee volgt de Raad het advies van JBR. Voor wat betreft de exacte hoogte van de asset bèta neemt de Raad het advies van ECORYS over, echter om voornoemde redenen zonder de sector openbaar vervoer. De reden dat de Raad het advies van ECORYS gevolgd heeft voor het bepalen van de exacte hoogte van de asset bèta is onder meer dat JBR de referentiegroep heeft afgebakend door alle bedrijven met een marktkapitalisatie van boven de 1 miljard US-dollar niet in de referentiegroep op te nemen. De Raad ziet niet in waarom deze ondernemingen minder representatief zouden zijn dan ondernemingen met een lagere marktkapitalisatie.²⁵

72. In bezwaar voert het Loodswezen als eerste aan dat de verwijdering van de sector openbaar vervoer onvoldoende zou zijn gemotiveerd en geeft aan dat dit wellicht zou samenhangen met het feit openbaar vervoerbedrijven geen maritieme bedrijven zijn. De Raad ziet niet in waarom de keuze om openbaar vervoer uit de referentiegroep te schrappen niet voldoende is gemotiveerd. Duidelijk is in randnummer 44 van het besluit aangegeven en uitgelegd dat de Raad het beter acht om uit te gaan van bedrijven die zich in dezelfde bedrijfskolom bevinden als het Loodswezen en dat het openbaar vervoer daarbij afvalt. Het moge duidelijk zijn dat het openbaar vervoer niet tot dezelfde bedrijfskolom als het Loodswezen hoort. Het schrappen van de openbaar vervoer bedrijven verbetert daarmee – in tegenstelling tot hetgeen in bezwaar is aangevoerd – de evenwichtigheid en samenstelling van de referentiegroep.²⁶
73. De Raad kan in het licht van het voorgaande de stelling van het Loodswezen in bezwaar dat de verwijdering van bedrijven met de hoogste bèta niet enkel toeval lijkt, niet plaatsen.
74. Voor het overige voert het Loodswezen in bezwaar aan dat niet de meest recente data voor de bepaling van de asset beta zouden zijn gebruikt. Naar het oordeel van het Loodswezen is dit niet juist. Het Loodswezen wijst er in dit verband op dat de dataset van Damodaran – waarop het besluit van de Raad op 14 april 2008 is gebaseerd – in januari 2008 is bijgewerkt en dat ECORYS hier in de laatste versie van haar rapportage van 3 april 2008 geen rekening mee heeft gehouden. Het Loodswezen geeft aan dat zij met gebruikmaking van exact dezelfde referentiegroep en berekeningswijze die door de Raad is gebruikt zij op basis van gegevens januari 2008 uitkomt op een equity beta van 0,94 in plaats van 0,79. De equity beta dient daarmee volgens het Loodswezen op 0,94 te worden vastgesteld. De op deze wijze bepaalde vaststelling dient volgens het Loodswezen te geschieden in het kader van een bestendige consistente en correcte aanpak zoals ook toegepast bij de risicovrije rente.²⁷

²⁵ Zie de randnummers 43 tot en met 46 van het besluit van 14 april 2008.

²⁶ Zie in dit verband randnummer 44 van het bestreden besluit.

²⁷ Zie randnummer 32 van het aanvullend bezwaarschrift.

75. De Raad constateert in reactie op het voorgaande dat actualisering, zoals het Loodswezen die wenst, niet aan de orde kan zijn, omdat daarmee de representativiteit van de referentiegroep in het geding komt. De Raad overweegt hierover het volgende.
76. Voor wat betreft de hoogte van de parameter bèta als zodanig blijkt uit de economische literatuur²⁸ dat dit getal als zodanig min of meer constant kan worden beschouwd bij een gegeven marktactiviteit van de onderneming en als er in de tijd geen grote veranderingen zijn in de marktstructuur waarop de ondernemingen actief zijn. Dit is logisch omdat de systematische risico's die het getal meet, zoals conjunctuurgevoeligheid, samenhangen met onder meer de activiteiten van een onderneming. Het onderzoek van ECORYS, waarop de Raad zijn oordeel gedeeltelijk baseert, houdt met dit aspect rekening door niet zonder meer alle ondernemingen uit een sector in de database van Damodaran over te nemen maar ook de specifieke activiteiten van de ondernemingen in 2007 in kaart te brengen en deze expliciet mee te wegen bij haar keuze.²⁹
77. Het zonder meer actualiseren van dezelfde referentiegroep met nieuwe gegevens draagt in deze context het risico in zich dat activiteiten van de desbetreffende ondernemingen zijn veranderd, waardoor aldus de representativiteit in het geding komt. Daar komt bij dat de referentiegroep van ECORYS – in tegenstelling tot hetgeen het Loodswezen aangeeft – ook niet exact hetzelfde is gebleven. Ten opzichte van de samenstelling van medio 2007, zoals die door ECORYS is gehanteerd, zijn er drie ondernemingen uit verdwenen. Ook dit komt naar het oordeel van de Raad de representativiteit niet ten goede. Zoals het Loodswezen in het aanvullend bezwaarschrift in verband met de bedrijven uit het openbaar vervoer ook aangeeft: “Het simpelweg verwijderen van bepaalde bedrijven uit de “peer group” verandert uiteraard de evenwichtigheid en daarmee de representativiteit van de groep”. De door het Loodswezen gewenste actualisering zou betekenen dat uitgegaan zou moeten worden van een peer group die niet langer representatief te achten is en derhalve niet kan dienen als onderbouwing van de te nemen beslissing op bezwaar voor zover het de asset bèta betreft.
78. Het Loodswezen heeft de NMa daarnaast desgevraagd bij schrijven van 3 maart 2008³⁰ meegedeeld dat de NMa de inhoud van de rapportage van JBR uit 2007 mocht gebruiken ter voorbereiding en onderbouwing van het WACC-besluit. Uit deze rapportage van JBR kan geconcludeerd worden³¹ dat, naast het feit dat het hier gegevens uit 2007 betreft, de

²⁸ Zie onder meer Ross, Westerfield & Jaffe (2005), *Corporate Finance*, McGraw-Hill, p. 312-313.

²⁹ In paragraaf 4.5.2. van de rapportage van ECORYS is aangegeven dat binnen de scheepvaart een nadere selectie van bedrijven is gemaakt met het oog op vergelijkbaarheid. Voor de beschrijving van de bijlage 4 van het besluit van 14 april 2008.

³⁰ Zaak 200101, dossierstuk 8.

³¹ Zie het volgende citaat uit de rapportage JBR “Berekening WACC van het Loodswezen” d.d. 26 juni 2007 pagina 19 “*Bij het voorstel ter zake van de jaarlijkse vaststelling van de WACC van het Loodswezen, is uitgegaan van (tenminste) een jaarlijks vaststelling van de risicovrije rente, de marktrisicopremie en de*

parameter asset bèta (equity bèta) voor een periode van 3 tot 5 jaar kan worden vastgelegd. Het Loodswezen zag in vastlegging van deze parameter voor een langere periode geen bezwaren, terwijl het Loodswezen ermee bekend geacht mag worden dat gegevens naderhand in de praktijk konden gaan afwijken. Het Loodswezen heeft hierin echter geen beletsel gezien om de asset bèta op basis van de gegevens van JBR uit 2007 voor langere tijd vast te leggen. De Raad kan in dit licht de bezwaren van het Loodswezen niet goed plaatsen.

79. Voor wat betreft het eventueel gebruik van gegevens voor de periode ná het nemen van besluit van 14 april 2008 verwijst de Raad volledigheidshalve naar de overwegingen in de randnummers 35 tot en met 44 van deze beslissing op bezwaar.
80. De Raad verklaart de bezwaren van het Loodswezen omtrent deze parameter op grond van bovenstaand argumenten ongegrond. Er is geen sprake van een niet op grond van algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principes vastgestelde asset bèta (en equity beta).

IV.6 Renteopslag

81. Het Loodswezen stelt eveneens dat de parameter renteopslag onjuist is vastgesteld. De Raad komt tot een opslag van 60 basispunten waarbij zij zich mede op het rapport van Frontier Economics van maart 2008, waar het Loodswezen geen kennis van heeft kunnen nemen. Het Loodswezen onderschrijft de argumentatie van de Raad om in afwijking van het advies van ECORYS – waarin een bandbreedte van 60-80 basispunten aan de Raad is voorgesteld – tot een renteopslag van 60 basispunten te komen niet. Deze bandbreedte is reeds in 2006 gevonden en kan volgens het loodswezen geenszins thans nog van toepassing zijn. Door veranderende economische- en marktomstandigheden kan de renteopslag volgens het Loodswezen fors variëren hetgeen volgens het Loodswezen ten onrechte in het bestreden besluit niet zou zijn meegenomen. Hoewel volgens het Loodswezen geen eenduidige conclusie kan worden getrokken uit de beschikbare gegevens, acht het Loodswezen een renteopslag van rond de 170 basispunten realistischer.
82. De renteopslag van 60 basispunten resulteert in een vergoeding voor het vreemd vermogen van 4,6%. In werkelijkheid liggen de rentelasten op het vreemd vermogen bij het Loodswezen ruim boven de 5%. Een renteopslag van 60 basispunten is daarom niet in overeenstemming met hetgeen het Loodswezen tot nu toe als kostenvoet van het vreemd vermogen heeft kunnen verkrijgen.

verhouding eigen vermogen en vreemd vermogen. Voor wat betreft de overige elementen lijkt ons dat een vaststelling met een afwijkende periodiciteit (bijvoorbeeld drie of vijf jaar kan worden overeengekomen” Zie voor het rapport van JBR dossiernummer 1.

83. Voor wat betreft de voornoemde stellingen in bezwaar van het Loodswezen dat de parameter renteopslag onjuist is vastgesteld, oordeelt de Raad als volgt.
84. Bij de onderbouwing van het bezwaar door het Loodswezen wordt voor een groot deel gebruik gemaakt van gegevens ná de datum van het nemen van het bestreden besluit. Zoals hiervoor in de randnummers 35 tot en met 44 van dit besluit is overwogen, kunnen dergelijke gegevens in bezwaar niet leiden tot aanpassing van de renteopslag.
85. Voor wat betreft het gebruik van gegevens kort voor het nemen van het besluit heeft de Raad de meest recente gegevens gebruikt die hij redelijkerwijs tot zijn beschikking kon hebben. De Raad baseert zich³² in zijn oordeel op het rapport van Frontier Economics van maart 2008.³³ De gegevens waarop de Raad zich hier baseert dateren dus niet, zoals het Loodswezen aangeeft, van 2006. Het Loodswezen komt in één tabel³⁴ uit het aanvullend bezwaarschrift desgevraagd met gegevens van januari 2008 en is daarmee niet actueler dan de Raad. De Raad concludeert reeds hierom dat het bezwaar van het Loodswezen op dit punt niet gegrond is.
86. Daarnaast heeft het Loodswezen op 3 maart 2008 desgevraagd nog schriftelijk aangegeven dat het in opdracht van het Loodswezen vervaardigde rapport van JBR kon worden gebruikt voor de onderbouwing van het besluit met betrekking tot de WACC.³⁵ Het JBR-rapport kent een renteopslag van 88 basispunten, die bovendien voor drie tot vijf jaar kon worden vastgelegd, aldus het rapport. Dit is aanzienlijk lager dan de in bezwaar door het Loodswezen voorgestelde opslag van 170 basispunten.
87. Voorts heeft het Loodswezen in bezwaar gegevens met betrekking tot de renteopslag aangeleverd die grotendeels van Amerikaanse ondernemingen afkomstig zijn en voor een deel ook uit de financiële sector uit dat land. Daarnaast betreft het in ieder geval voor twee van de drie tabellen gegevens die actueel zijn op een bepaalde datum in 2008.³⁶ De rapportage van Frontier Economics waarop de Raad zich daarentegen baseert zich uitsluitend op Europese ondernemingen die niet afkomstig zijn uit de financiële sector.³⁷ De uitkomsten in de rapportage van Frontier Economics zijn berekend als gemiddelde over meerdere jaren.

³² Zie randnummer 55 van het bestreden besluit.

³³ Het rapport is uiteindelijk op 8 april 2008 definitief aan de Raad opgeleverd. De hoogte van de parameters in deze rapportage is dezelfde als die van maart 2008.

³⁴ Het betreft tabel a volgens het Loodswezen afkomstig van Damodaran in randnummer 34 van het aanvullend bezwaarschrift.

³⁵ Zaak 200101, dossierstuk 23.

³⁶ Het betreft de tabellen b en c onder randnummer 34 van het aanvullend bezwaarschrift. Deze dateren volgens het Loodswezen (mede toegelicht op 21 juli 2008) van 8 mei 2008.

³⁷ Het betreft een breed scala van niet-financiële ondernemingen, ook van buiten de energiesector.

88. De Raad acht de gegevens van het rapport van Frontier Economics aanzienlijk meer representatief en stabiel voor het bepalen van een renteopslag voor het Nederlandse Loodswezen dan voornoemde gegevens die het Loodswezen heeft aangeleverd. De uitkomsten van Frontier Economics zijn uitsluitend gebaseerd op langjarige gemiddelden en zijn daarmee representatiever voor de langere termijn. Daarnaast valt niet in te zien waarom de Amerikaanse financiële sector, die op de voornoemde data in 2008 van alle in de onderzoeken betrokken ondernemingen het zwaarst getroffen was door de kredietcrisis, maatgevend zou moeten zijn voor de bepaling van de rente opslag (faillissementsrisicopremie) van het Nederlandse Loodswezen.

Motivering renteopslag 60 basispunten

89. Het Loodswezen geeft voorts aan het niet eens te zijn met de motivering van de Raad in het bestreden besluit – voor zover deze volgens het Loodswezen zou zijn gegeven – om een opslag van 60 basispunten te hanteren. Het Loodswezen geeft verder geen (duidelijke) onderbouwing van deze algemeen geformuleerde stelling.
90. Indien het Loodswezen met ‘voor zover gegeven’ bedoelt dat de motivering onvoldoende is geeft de Raad in reactie hierop aan dat deze keuze in het bestreden besluit voldoende is gemotiveerd in de randnummer 53 tot en met 56 van het bestreden besluit. Daarbij zijn drie redenen gegeven waarom de Raad tot deze keuze is gekomen en niet tot die van ECORYS of JBR. Kort samengevat zijn dit de volgende: i) de hoogte van de renteopslag kan niet los worden gezien van de hoogte van de gearing; een lage gearing zoals vastgesteld voor het Loodswezen betekent ceteris paribus een lagere kans op wanbetaling;³⁸ ii) er is geen reden om voor een onderneming met een nutsfunctie zoals het Loodswezen uit te gaan van een grote kans op wanbetaling en iii) het toenmalige advies van JBR sloot ten onrechte aan bij een lange financieringslooptijd.³⁹
91. Het enige punt in de argumentatie van het Loodswezen over de renteopslag dat op een deel van de in het vorige randnummer gegeven argumentatie betrekking lijkt te hebben is dat het Loodswezen in randnummer 36 van het aanvullend bezwaarschrift aangeeft met een eigen vermogen van bijna 100% (lage gearing), hogere vermogenskosten voor vreemd vermogen te hebben gerealiseerd. Op de hoorzitting heeft het Loodswezen in verband met haar eigen kosten van vreemd vermogen aangegeven dat die vermogenskosten op dit moment mede uit een renteopslag van 65 basispunten bestaan.

³⁸ Dit argument komt er op neer dat een relatief laag vreemd vermogen impliceert dat een onderneming verhoudingsgewijs veel rendementsinkomsten heeft uit eigen vermogen. Dit verkleint – ceteris paribus - de kans dat de onderneming niet aan zijn verplichtingen kan voldoen. Dit argument stoelt op een algemeen aanvaard bedrijfseconomisch principe.

³⁹ In randnummer 56 van het bestreden besluit is daarbij verwezen naar de beoordeling van de looptijd van de risicovrije rente in het besluit.

92. Ook het voorgaande is echter geen indicatie dat de Raad de risicovrije rente onjuist heeft vastgesteld. De getallen uit het onderzoek van Frontier Economics zijn gebaseerd op een aanzienlijk groter aantal ondernemingen en daarmee aanzienlijk representatiever dan het voornoemde getal van 65 basispunten van het Loodswezen. Dit getal is afkomstig van één waarneming gebaseerd op kosten van het Loodswezen zelf waarbij die kosten – aldus het uitgangspunt van de wetgever - onder monopolioïde omstandigheden zoals eerder in dit besluit tot stand komen en er aldus normstelling dient plaats te vinden. In het advies van Frontier Economics is van een aanzienlijk hogere gearing dan die bij voor het Loodswezen is vastgesteld (60% in plaats van 22%). Dit is voor de Raad een goede reden om het laagste getal van Frontier als normatieve renteopslag op te nemen.

Rapportage van Frontier Economics

93. De rapportage van Frontier Economics bevat op het punt van de renteopslag alleen een update van de berekening zoals die in bijlage C van methodebesluit waar het Loodswezen in randnummer 34 van het aanvullend bezwaarschrift naar verwijst, is uitgelegd.

Conclusie renteopslag

94. Er is geen sprake van een onjuist vastgestelde renteopslag. De Raad verklaart de bezwaren van het Loodswezen omtrent de parameter renteopslag derhalve ongegrond.

IV.7 Overige aspecten

95. Naast de voornoemde door de Raad vastgestelde parameters voert het Loodswezen als laatste grond van bezwaar aan dat sprake zou zijn van een onjuiste opslag voor niet-systematische risico's. Hiertoe wordt aangevoerd dat de opslag voor niet-systematische risico's ongelijk is aan nihil, zoals in beschikbare literatuur zou worden aangetoond. Het feit dat een aandeelhouder of vennoot aansprakelijk kan worden gesteld brengt volgens het Loodswezen een hoger risico met zich mee, met als gevolg een hogere gewenste vergoeding. Ook de investeringsplicht van individuele loodsen zou de basisgedachte van het Capital Asset Pricing Model dat niet systematische risico's opgeheven kunnen worden onderuit halen en tenminste verzwakken. Het Loodswezen acht een opslag van 2%, zoals voorgesteld door JBR, niet onredelijk. Tot slot voert het Loodswezen aan dat ten onrechte niet consistent rekening is gehouden met de eigen aard en organisatie van het Loodswezen.
96. De Raad overweegt ten aanzien van dit bezwaar als volgt.
97. Het toestaan van een opslag van niet-systematische risico's is niet in overeenstemming met het juridisch kader van de Loodsenwet. Op de eerste plaats is het toestaan van een opslag van niet-systematische risico's in strijd met de algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principes, in die zin dat het Capital Asset Pricing Model in gangbare economische literatuur zonder een dergelijke opslag wordt gehanteerd. Op de tweede plaats blijkt uit de toelichting

bij artikel 2.9, zesde lid, van het Besluit⁴⁰ dat de wetgever duidelijk aansluiting heeft gezocht bij de meest gangbare standaard bij sectorspecifieke mededingingsregels. Het toepassen van de WACC-formule zonder opslag voor niet-systematische risico's is de meest gangbare standaard. De Raad past in haar markttoezicht als gangbare standaard het pure Capital Asset Pricing Model toe waarin in lijn met het voorgaande en - als ook aangegeven in randnummer 39 van het aanvullend bezwaarschrift - door het Loodswezen de niet systematische risico altijd als nihil wordt verondersteld.

98. De Raad kan reeds om voornoemde redenen geen opslag toe voor niet-systematische risico's toepassen.⁴¹ Het bezwaar van het Loodswezen op dit punt kan daarom geen doel treffen.
99. Daar komt bij dat de informatie van het Loodswezen over de specifieke risico's waarmee in dat geval volgens haar in de kostenvoet van het eigen vermogen rekening zou moeten worden gehouden, uit gaat van een eenzijdige benadering. Tegenover de argumenten van het Loodswezen staat dat het bestaan van loodsplicht vooralsnog positief bijdraagt aan de financiële stabiliteit. Het Loodswezen houdt in het bezwaarschrift met deze factor geen rekening.
100. Onverlet het voorgaande overweegt de Raad ten aanzien van specifieke argumenten in het bezwaar van het Loodswezen het volgende. Dat er economische literatuur is die opslagen voor niet systematische risico's toepast, maakt het toepassen daarvan nog niet algemeen aanvaard – laat staan passend – binnen de gangbare standaarden van de sectorspecifieke mededingingsregels. Investeringsplichten van individuele loodsen halen de basisgedachte van het Capital Asset Pricing Model dat systematische risico's opgeheven kunnen worden niet onderuit en verzwakken die evenmin.⁴² Het Loodswezen verwijst in dit verband wederom naar haar aansprakelijkheidssituatie. Daar tegenover staat echter dat zij meer zeggenschap heeft.⁴³ Dat tegenover een hoger risico als hier gedefinieerd volgens het Loodswezen als algemeen aanvaardbaar bedrijfseconomisch principe ook een hogere gewenste vergoeding staat, wordt met dit laatste gerelativeerd. Een en ander laat derhalve onverlet dat de vermogenskostenvoet vastgesteld moet worden volgens algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principes.
101. Het Loodswezen geeft verder aan dat de opslag van 2% als zodanig kan worden onderbouwd door een vergelijking te maken met een bank die een garantie stelt namens een klant en de vergoeding die daarvoor gebruikelijk zou zijn. Nog afgezien van de vraag of deze

⁴⁰ Stb 2007, 561, p. 19-20.

⁴¹ Zie in dit verband ook de randnummers 63 en 64 van het bestreden besluit, waarin uitvoerig is gereageerd op een aantal specifieke argumenten van het Loodswezen.

⁴² Zie randnummer 63 van het bestreden besluit.

⁴³ Zie randnummer 63 van het bestreden besluit.

- vergelijking opgaat is een simpele verdubbeling van het banktarief van 1% niet als een afdoende onderbouwing te zien.
102. Tot slot geeft het Loodswezen aan dat de economische literatuur op het terrein van de vermogenskostenvoet uit zou gaan van besloten vennootschappen of naamloze vennootschappen (dan wel daarmee vergelijkbare ondernemingen). Deze zouden niet vergelijkbaar zijn met de wijze waarop het Loodswezen georganiseerd is. Nog afgezien van de vraag of dit het geval is, geldt ook hier dat de wetgever uitdrukkelijk heeft aangegeven dat de Raad van de economische literatuur en de gangbare praktijk (“algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principes”) dient uit te gaan.
103. In breder perspectief zij hier nogmaals benadrukt dat de beoordeling van de vermogenskostenvoet voor het Loodswezen een beoordeling is in het kader van markttoezicht. Vaststelling van het rendement door de Raad is erop gericht te voorkomen dat een monopolistisch georiënteerde aanbieder overwinst maakt.⁴⁴ Het rendement dient door de Raad met het oog op dit laatste te worden beoordeeld op redelijkheid.⁴⁵
104. Zoals hiervoor in de randnummers 25 tot en met 27 van dit besluit overwogen brengt hantering van het begrip redelijkheid, dat erop gericht is te voorkomen dat een monopolistisch georiënteerde aanbieder overwinst maakt, met zich dat de beoordeling door de Raad nadrukkelijk normstellend van aard is. Dit is overigens gangbaar in het sectorspecifieke markttoezicht in Nederland. Dit gegeven impliceert dat in een beoordeling van de normatieve vermogenskostenvoet van het Loodswezen niet zonder meer wordt uitgegaan van de vermogenskosten die daadwerkelijk door het Loodswezen gemaakt zouden zijn.
105. Gelet op het voorgaande dient het bezwaar van het Loodswezen voor toepassing van een opslag van niet-systematische risico's ongegrond te worden verklaard.

V. Conclusie

106. Uit het voorgaande vloeit voort dat geen van de parameters met betrekking tot de WACC in het bestreden besluit onjuist is vastgesteld.
107. De bezwaren van het Loodswezen tegen het besluit van 14 april 2008 dienen derhalve ongegrond verklaard te worden.

⁴⁴ Zie ook randnummer 4 van het bestreden besluit alsmede paragraaf 4.2.5.3 van de Memorie van Toelichting bij de Wet markttoezicht registerloodsen.

⁴⁵ Aldus paragraaf 4.2.5.3 van de Memorie van Toelichting.

VI. Besluit

108. De Raad verklaart het bezwaar van het Loodswezen tegen het besluit van 14 april 2008 ongegrond en handhaaft het bestreden besluit.
109. Voor vergoeding van proceskosten bestaat geen grond nu de bezwaren niet gegrond zijn. Het verzoek daartoe wordt derhalve afgewezen.

Den Haag, 30 september 2008

De Raad van Bestuur van de Nederlandse Mededingingsautoriteit,
namens deze:

Wg.

G.J.L. Zijl

Lid van de Raad van Bestuur

Tegen dit besluit kan degene, wiens belang rechtstreeks bij dit besluit is betrokken, binnen 6 weken na bekendmaking van het besluit, daartegen beroep instellen bij de Rechtbank van Rotterdam, sector Bestuursrecht, Postbus 50950, 3007 BL Rotterdam.