

Besluit

Ons ACM/DTVP/2014/202880

kenmerk:

Zaaknummer: 13.0343.52.1.01

Datum:

Besluit van de Autoriteit Consument en Markt als bedoeld in artikel 7:11 van de Algemene wet bestuursrecht naar aanleiding van het bezwaar van 4 juni 2013 tegen het besluit tot vaststelling van de vermogenskostenvergoeding als bedoeld in artikel 2.9, zesde lid, van het Besluit markttoezicht registerloodsen.

1 Verloop van de procedure

1. Bij besluit van 23 april 2013 heeft de Autoriteit Consument en Markt (hierna: ACM) op grond van artikel 2.9, zesde lid, van het Besluit Markttoezicht registerloodsen de vermogenskostenvergoeding (hierna: WACC) voor het Loodswezen vastgesteld voor de periode 2014-2018.¹
2. Tegen dit besluit heeft het Loodswezen op 4 juni 2013 pro forma bezwaar gemaakt, met het verzoek aan ACM om in te stemmen met het instellen van rechtsreeks beroep, zoals bedoeld in artikel 7:1a van de Algemene wet bestuursrecht (hierna: Awb).²
3. Bij brief van 12 juni 2013 heeft ACM het Loodswezen in gelegenheid gesteld de gronden van zijn bezwaar aan te vullen binnen een termijn van tien weken.³
4. Op 16 augustus 2013 heeft het Loodswezen de gronden van bezwaar ingediend.⁴
5. Bij brief van 29 augustus 2013 heeft ACM het Loodswezen meegedeeld dat zij geen instemming verleent aan het verzoek tot het instellen van rechtstreeks beroep.⁵
6. Naar aanleiding van het bezwaar heeft ACM advies ingewonnen bij een externe deskundige, Boer&Croon. Deze heeft op 18 december 2013 een conceptadvies uitgebracht.⁶
7. ACM heeft het conceptadvies op 20 december 2013 aan het Loodswezen toegezonden en daarbij gelegenheid geboden om daarop commentaar te geven.⁷

¹ ACM kenmerk 104141/118, www.acm.nl

² 2013101005

³ 2013202039

⁴ 2013302664

⁵ 2013203792

⁶ 2013306251

Besluit

8. Op 14 februari 2014 heeft het Loodswezen commentaar gegeven op het advies.⁸ Daarbij heeft het Loodswezen tevens twee reacties toegezonden van haar adviseurs zijnde JBR en PwC. Op 19 februari 2014 heeft ACM het Loodswezen vragen gesteld met betrekking tot dit commentaar.⁹ Deze vragen zijn op 19 februari 2014 beantwoord.¹⁰
9. Op 24 februari 2014 heeft een hoorzitting plaatsgevonden, waarbij het Loodswezen in de gelegenheid is gesteld haar bezwaar mondeling nader toe te lichten. Door het Loodswezen is een pleitnota overlegd.¹¹ Van de hoorzitting is een verslag gemaakt dat op 13 maart 2014 aan het Loodswezen is toegezonden.¹² Het Loodswezen heeft 20 maart 2014 hierop gereageerd.¹³
10. Op 25 februari 2014¹⁴ en op 12 maart 2014¹⁵ heeft ACM nadere vragen gesteld per e-mail. Deze vragen zijn respectievelijk op 4 maart 2014¹⁶ en 14 maart 2014¹⁷ per e-mail beantwoord.
11. Naar aanleiding van opmerkingen van PwC is op 11 maart 2014 aan Pels Rijcken advies gevraagd over fiscale aspecten met betrekking tot de verhouding van registerloodsen tot het Loodswezen. Pels Rijcken heeft dit advies op 24 maart 2014 uitgebracht.¹⁸
12. Rekening houdend met de opmerkingen van het Loodswezen, heeft Boer&Croon op 18 maart 2014 haar eindadvies uitgebracht.¹⁹
13. Op 25 maart 2014 is er nader gesproken tussen het Loodswezen en ACM over de behandeling van het bezwaar. Naar aanleiding van dit gesprek is er daarna nog enkele malen telefonisch gesproken met de gemachtigde van het Loodswezen. Van deze

⁷ 2013206964

⁸ 2014301134

⁹ 2014400965

¹⁰ 2014303406

¹¹ 2014100854

¹² 2014401337

¹³ 2014302092

¹⁴ 2014401049

¹⁵ 2014303407

¹⁶ 2014301633

¹⁷ 2014303408

¹⁸ 2014303532

¹⁹ 2014302024

Besluit

gesprekken is een verslag opgesteld dat op 29 april 2014 aan het Loodswezen is toegestuurd.²⁰ Het Loodswezen heeft op daar 1 mei 2014 een reactie op gegeven.²¹

2 Juridisch kader

14. Op grond van artikel 27b, eerste lid, Loodsenwet (hierna: Lw) stelt de ledenvergadering van de Nederlandse Loodsencorporatie, in het belang van een op de kosten gebaseerde tariefstelling, een systeem vast voor toerekening van de kosten van de diensten en taken, bedoeld in artikel 27a Lw, en de verplichtingen bedoeld in artikel 26, tweede lid, onder a Lw.
15. In hoofdstuk 2, paragraaf 1 (de artikelen 2.1 tot en met 2.10) van het Besluit markttoezicht registerloodsen²² (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 voornoemde paragraaf. Een onderdeel van het kostentoerekeningssysteem is de berekening van de vermogenskosten.
16. Op grond van 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.
17. In de toelichting bij artikel 2.9 van het Bmr is gesteld dat het in de rede ligt dat ACM de vermogenskosten baseert op gemiddelde gewogen kapitaalkosten, beter bekend als *Weighted Average Cost of Capital* (hierna: WACC).²³ 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.
18. Ten aanzien van de vermogenskostenvergoeding heeft de wetgever voorts overwogen dat het Loodswezen recht heeft op een *redelijk* rendement waarbij moet worden voorkomen dat een monopolistische aanbieder van diensten overwinsten maakt.²⁴ Daarnaast dienen de loodsgeldtarieven op grond van artikel 27g, eerste lid, onder b, Lw

²⁰ 2014202508

²¹ 2014101464

²² 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.

²³ Besluit markttoezicht registerloodsen, Stb. 2007, 561, p. 19-20.

²⁴ Tweede kamer, vergaderjaar 2006-2007, 30 913, nr. 3, paragraaf 4.2.5.3.

Besluit

bij te dragen aan de meest efficiënte werkwijze van het Loodswezen. Omdat de WACC deel uitmaakt uit van de loodsgeldtarieven, dient ook deze bij te dragen aan zulke werkwijze.

3 Bezwaren van het Loodswezen

3.1 Inleiding

19. In bezwaar voert het Loodswezen een zestal gronden aan waarom het zich niet kan verenigen met het Besluit van ACM. ACM heeft volgens het Loodswezen bij de vaststelling van het bestreden Besluit in strijd gehandeld met artikel 2.9, zesde lid, van het Bmr, dat bepaalt dat de WACC dient te worden vastgesteld aan de hand van een methode die moet zijn gebaseerd op algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principes.
20. Naar de mening van het Loodswezen is het Besluit van ACM niet op dergelijke principes gebaseerd, met name waar het gaat om de volgende zes onderdelen:
 - a. De uitspraak van de Rechtbank Rotterdam van 20 januari 2011 en het daaraan ten grondslag liggende advies van een onafhankelijk deskundige, is onvoldoende betrokken bij het Besluit;
 - b. De WACC is voor een te lange periode vastgesteld;
 - c. Er is onvoldoende rekening gehouden met de organisatiestructuur van het Loodswezen
 - d. Er is onvoldoende rekening gehouden met de (on)mogelijkheden van de vennoten/aandeelhouders om hun portefeuille te kunnen diversifiëren;
 - e. Er is onvoldoende rekening gehouden met de wijze waarop het Loodswezen is gefinancierd;
 - f. De referentiegroep voor de vaststelling van de Bèta is op onjuiste wijze samengesteld.
21. Hieronder worden deze bezwaargronden van het Loodswezen verkort samengevat. Voor de volledige weergave van de gronden wordt verwezen naar het bezwaarschrift, dat hier als ingelast wordt beschouwd.

3.2 Bezwaargrond (a): uitspraak van de Rechtbank Rotterdam van 20 januari 2011

22. Als eerste bezwaargrond brengt het Loodswezen naar voren dat ACM bij de vaststelling van het bestreden Besluit onvoldoende acht heeft geslagen op het advies van de onafhankelijk deskundige (hierna: het advies-Talanton) en de daarop volgende de uitspraak van de Rechtbank Rotterdam van 20 januari 2011 (hierna: de Uitspraak). De Uitspraak werd gedaan naar aanleiding van het beroep van het Loodswezen, gericht tegen het besluit van ACM (destijds: NMa) tot vaststelling van de maximaal in rekening te brengen vermogenskosten voor de periode 2009 – 2013.

Besluit

23. Het Loodswezen is van oordeel dat de uitspraak en het advies-Talanton wellicht niet formeel, maar dan toch materieel de kaders vormen voor de bepaling van de WACC, ook ten aanzien van het bestreden Besluit. Het Loodswezen constateert echter dat in het Besluit wel verwezen wordt naar de Uitspraak en het advies-Talanton, maar dat daarmee door ACM in het Besluit “ [...] niet of nauwelijks iets is gedaan” ook al heeft het Loodswezen naar eigen zeggen ACM herhaaldelijk verzocht om juist wel de Uitspraak en het advies-Talanton te betrekken bij haar oordeel.
24. Doordat ACM naar het oordeel van het Loodswezen de Uitspraak en het advies-Talanton onvoldoende heeft betrokken bij het bestreden Besluit, is het bestreden Besluit onzorgvuldig voorbereid en onvoldoende gemotiveerd. Dit levert strijd op met artikel 3:2 en 3:4 Algemene wet bestuursrecht.

3.3 Bezwaargrond (b): periode van geldigheid van het bestreden Besluit

25. Het Loodswezen is van mening dat de WACC voor een te lange periode is vastgesteld. De motivering die ACM voor de periode van vijf jaar geeft, kan die keuze volgens het Loodswezen niet dragen.
26. Het Loodswezen wijst er hierbij op dat een essentiële keuze bij de vaststelling van de WACC is voor welke periode de methode en voor welke periode de parameters worden vastgesteld. Deze periodes hoeven niet dezelfde te zijn. Bepaalde parameters kunnen bijvoorbeeld jaarlijks geactualiseerd worden.
27. Mede gezien de onzekere en turbulente economische omstandigheden heeft het Loodswezen voorgesteld om bepaalde parameters jaarlijks vast te stellen. Als ACM hiertoe niet overgaat, moet volgens het Loodswezen rekening worden gehouden met genoemde omstandigheden door te kiezen voor een kortere periode dan waarvoor de WACC thans door ACM is vastgesteld.
28. Het Loodswezen constateert voorts dat ACM de diverse methodieken tracht te harmoniseren die zij voor de vaststelling van vermogenskostenvergoedingen pleegt toe te passen in de economische sectoren waarop zij toezicht houdt. De periode wordt echter niet geharmoniseerd. Zo is de periode voor netbeheerders in de gas- en elektriciteitssector drie jaar. Het Loodswezen acht deze verschillen getuigen van inconsistentie.
29. Het Loodswezen wijst verder op enkele passages uit het WACC-besluit die het onvoldoende rechtszeker vindt. Het betreft passages waarin is vermeld dat de WACC kan worden aangepast in geval van bijzondere omstandigheden. Het Loodswezen acht de criteria op basis waarvan tot wijziging kan worden overgegaan te onduidelijk en te vrijblijvend.

Besluit

3.4 Bezwaargrond (c): organisatiestructuur van het Loodswezen

30. Volgens het Loodswezen is een algemeen aanvaard bedrijfseconomisch principe dat bij de vaststelling van een WACC rekening moet worden gehouden met de bijzondere omstandigheden van de onderneming waarvoor die WACC wordt vastgesteld. Een van de bijzondere omstandigheden waarin het Loodswezen zich bevindt, is zijn organisatiestructuur.
31. Het Loodswezen is van mening dat in het Besluit in zijn ogen onterecht is afgeweken van de huidige organisatiestructuur. Het Loodswezen wijst daarbij op het gegeven dat uit de Loodsenwet en uit de parlementaire geschiedenis daarbij, volgt dat de bestaande organisatiestructuur ook voor de wetgever het uitgangspunt is geweest. Ook wijst het Loodswezen op het feit dat het Besluit op dit punt geen steun vindt in eerdere adviezen die aan ACM zijn uitgebracht in het kader van eerdere besluiten. Ook wijst het Loodswezen op het zijns inziens belangrijke gegeven dat het uitgangspunt van het bestreden Besluit geen steun vindt in de Uitspraak noch in het advies van de door de rechtbank ingeschakelde deskundige.
32. ACM had volgens het Loodswezen, daar waar uitgegaan wordt van een situatie die in strijd is met de werkelijkheid, onderzoek moeten doen naar alle mogelijke (financiële en juridische) gevolgen van een verandering van organisatievorm, inclusief het effect daarvan op de operationele- en vermogenskosten. Dit is naar het oordeel van het Loodswezen niet of onvoldoende gebeurd. Gewezen wordt op enkele onderzoeken die op aanvraag van ACM zijn verricht en op de conclusies die in die onderzoeken zijn getrokken.
33. Het Loodswezen wijst er daarbij onder andere op dat niet is onderzocht wat de kosten zijn van de omvorming van de maatschappen, zoals ACM deze voorstaat. Ook is niet onderzocht welke consequenties de omvorming heeft voor de condities waaronder lopende leningen zijn verstrekt. Ook is er geen aandacht besteed aan fiscale aspecten of de geldstromen en de functie van de vennootschappen binnen de door ACM voorgestelde structuur. Het Loodswezen wijst ook op het feit dat, zelfs al zou er aanleiding zijn de huidige organisatievorm aan te passen, dit niet op korte termijn gerealiseerd zou kunnen worden.
34. Het Loodswezen is van oordeel dat de fictie van de veronderstelde organisatiestructuur vooral van invloed is op de parameters belastingdruk en opslag niet systematische risico.
35. In haar beslissing van 13 juli 2012 en in het bestreden besluit volgt ACM echter het oordeel van Frontier Economics, op basis van de fictieve organisatiestructuur. In dat geval is de belastingdruk volgens ACM 25%. Het Loodswezen stelt dat dit onterecht is maar dat uitgaande van de Inkomstenbelasting de feitelijke belastingdruk 36,46% is.

Besluit

36. Wat betreft de opslag niet-systematisch risico wijst het Loodswezen erop dat een loods verplicht is eigen vermogen te storten alvorens hij kan toetreden tot de loodsenmaatschap en om dit eigen vermogen gedurende zeer lange termijn te continueren. Hierdoor heeft de loods geen beleggingsvrijheid en is daarom niet in staat te diversifiëren zoals het uitgangspunt is binnen het CAPM.
37. Volgens het Loodswezen noopt de uitspraak van de Rechtbank Rotterdam van 20 januari 2011 en het daaraan vooraf uitgebrachte advies van de door de rechtbank aangewezen onafhankelijke deskundige tot het berekenen van een opslag voor niet-systematisch risico. Ook wijst het Loodswezen op een advies van Frontier Economics die ACM eerder ter zake adviseerde. Een en ander zou volgens het Loodswezen tot gevolg moeten hebben dat ACM een opslag toekent voor niet-systematisch risico. Naar de opvatting van het Loodswezen kan de opslag niet-systematisch risico, overeenkomstig het advies van JBR, gebaseerd worden op de aansprakelijkheidspositie van de loodsen in hun kwaliteit van vennoot.
38. Het Loodswezen betoogt dat er ook een tweede grond is voor een opslag: de (voor kapitaalmarkten relatief) beperkte bedrijfsomvang van het Loodswezen zou een zogenaamde 'small firm premium' rechtvaardigen. De oorsprong voor een dergelijke opslag is volgens het Loodswezen een advies van Frontier Economics (toepassing van een verhoging van 2%) aan ACM, terwijl noch JBR noch het Loodswezen in het verleden zelf de toepassing van een dergelijke opslag hebben voorgesteld. Deze is door ACM toegepast in haar besluit op bezwaar van 13 juli 2012.
39. Het Loodswezen wijst er op dat deze verhoging door ACM in het bestreden Besluit weer ongedaan is gemaakt door ACM op basis van een advies van Boer&Croon. Dat advies wordt door het Loodswezen niet onderschreven, omdat dit strijdig is met een eerder advies van Frontier Economics.
40. Ook wijst het Loodswezen er op dat ook Boer&Croon het Loodswezen karakteriseert als een kleine onderneming, maar toch adviseert om geen 'small firm premium' toe te passen. De redenen daarvoor zijn dat er na 1980 in academische onderzoeken in het algemeen geen 'small firm effect' meer wordt gemeten op kapitaalmarkten en dat een recente meetperiode een betere indicatie is voor de toekomst. Het Loodswezen bestrijdt het argument dat geen 'small firm effect' meer wordt waargenomen door te stellen dat over de oorzaken daarvan en over de blijvend- of tijdelijkheid van de afname van dit effect na 1980 verschillend wordt gedacht.

3.5 **Bezwaargrond (d): mogelijkheid tot diversificatie van de aandelenportefeuille**

41. In het bestreden Besluit is ACM er volgens het Loodswezen ten onrechte van uit gegaan dat de vennoten of aandeelhouders van het Loodswezen vrijelijk hun aandelenpakket kunnen diversifiëren en daarmee in het algemeen risico kunnen spreiden, dan wel het niet

Besluit

systematische risico kunnen spreiden. De (on-)mogelijkheid tot diversificatie heeft gevolgen voor de risicovrije rente, de marktriscopremie, de opslag voor niet-systematische risico's en de spread. Daarbij wijst het Loodswezen er op dat bij algemene spreiding van het risico ook de mogelijkheid van volledige desinvestering zou komen, wat niet het geval kan zijn zolang een loods in functie wil blijven.

42. In de situatie waarin het Loodswezen verkeert, zou er geen sprake kunnen zijn van diversificatie; ook de adviseur van ACM in dezen, Frontier Economics, zou die mening zijn toegedaan. Het veranderde standpunt van ACM terzake is volgens het Loodswezen het gevolg van de wens van ACM om tot een geharmoniseerde aanpak van WACC-bepaling voor verschillende bij ACM onder toezicht staande ondernemingen te komen. Toepassing van deze geharmoniseerde aanpak op het Loodswezen zou echter niet passend zijn.
43. Meer specifiek richt het Loodswezen zijn pijlen op het feit dat bij de bepaling van de risicovrije rente en de *spread* in het bestreden besluit wordt uitgegaan van Nederlandse en Duitse staatsobligaties. Bij de vaststelling van de marktriscopremie wordt gebruik gemaakt van data die betrekking hebben op de Eurozone. Volgens het Loodswezen hebben loodsen geen toegang tot deze kapitaalmarkten. Voor de bepaling van de risicovrije rente zouden volgens het Loodswezen alleen Nederlandse obligaties in aanmerking komen. Het gebruik van marktgegevens uit Duitsland of de Eurozone voor het bepalen van de risicovrije rente en de *spread*, respectievelijk de marktriscopremie, acht het Loodswezen gezien het bovenstaande in strijd met algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principes.

3.6 Bezwaargrond (e): de wijze van financiering van het Loodswezen

44. Het Loodswezen bestrijdt het uitgangspunt van ACM dat bij de vaststelling van de *spread* uitgegaan moet worden van bedrijven met een 'A-rating'. Het Loodswezen heeft geen A-rating en is, aldus het Loodswezen, ook niet vergelijkbaar met bedrijven die dat wel hebben. Daarenboven acht het Loodswezen het onjuist dat ACM in het bestreden Besluit impliciet uitgaat van de veronderstelling dat de meest efficiënte (normatieve) vorm van financiering van een onderneming de uitgifte van obligaties zou zijn. Dit acht het Loodswezen in strijd met de realiteit en met algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principes. Vaak wordt bij bepaling van de *spread* op vreemd vermogen gebruik gemaakt van marktinformatie, maar hiervan wordt in sommige gevallen ook door ACM afgeweken, zoals in geval van de bepaling van de vermogenskostenvoet van KPN.
45. Het Loodswezen verzet zich tegen het gebruik van fictieve ratings, op basis van balansverhoudingen, en betoogt dat ook Brattle Group zich hiertegen heeft uitgesproken. Ook stelt het Loodswezen dat, wanneer de vastgestelde spread substantieel lager is dan de werkelijk betaalde spread (als die marktconform is), er geen sprake is van monopolistische overwinst, maar ook geen sprake is van redelijke vermogenskosten. De spread moet volgens het Loodswezen een weerspiegeling zijn van werkelijk betaalde

Besluit

vermogenskosten: als daarvan wordt afgeweken, zou volgens het Loodswezen sprake zijn van opgelegde verliezen en niet het tegengaan van monopolistische overwinst.

46. Het Loodswezen wijst er op dat het het standpunt dat de WACC een normatief karakter zou moeten hebben, onderschrijft, maar dat het Loodswezen zelf een andere invulling geeft aan het begrip. Het Loodswezen wijst op het gegeven dat in het verleden is gebleken dat de uitgifte van obligaties niet het meest gereede financieringsinstrument zou zijn en dat het derhalve onjuist is om de spread voor het Loodswezen op die basis voor te schrijven.
47. Het Loodswezen stelt dat er twee impliciete veronderstellingen ten grondslag liggen aan de benadering die ACM hanteert. Deze luiden dat het Loodswezen toegang zou hebben tot financiering op de Duitse kapitaalmarkt, tegen min of meer identieke voorwaarden als in Nederland, en dat obligaties de meest gereede financieringsconstructie voor het Loodswezen zouden zijn om vreemd vermogen aan te trekken. Het Loodswezen is van mening dat deze veronderstellingen niet juist zijn.
48. Ter onderbouwing hiervan stelt het Loodswezen dat in 2010 een grote investering is gedaan in nieuwe loodsvaartuigen. Daarbij heeft het Loodswezen naar eigen zeggen uitgebreid gekeken naar de meest gereede financieringsinstrumenten. Na een selectie zijn twee opties nader bestudeerd: de uitgifte van obligaties (wat beter zou aansluiten bij de methodologie van ACM) en het aangaan van bankleningen. Na dit onderzoek heeft het Loodswezen geconcludeerd, dat van de twee onderzochte opties bankleningen het meest gereede financieringsinstrument vormen. Dit zou ook het uitgangspunt moeten zijn bij het vaststellen van de vermogenskostenvergoeding.
49. De meest gereede financiële markt om dergelijke leningen aan te gaan is volgens het Loodswezen de Nederlandse. Een Duitse financiële instelling die in het kader van de voornoemde investering werd benaderd was niet bereid in het Loodswezen te investeren omdat de beschikbare financiële middelen waren geormerkt voor de financiering van Duitse ondernemingen.
50. Tot slot stelt het Loodswezen dat bij de verwerving van de middelen meerdere financiële instellingen werden benaderd, de aanbiedingen onderling werden vergeleken en ook aan het beginsel van de 'arm's length' werd voldaan. Volgens het Loodswezen kan daarom geen sprake zijn van monopolistische overwinst. De conclusie die het Loodswezen aan het hiervoor genoemde verbindt, is dat de door ACM gekozen methode op dit punt (de wijze van bepaling van de *spread*) niet kan worden gekwalificeerd als een algemeen aanvaard bedrijfseconomisch principe.

Besluit

3.7 Bezwaargrond (f): de wijze van samenstelling van de referentiegroep

51. Het Loodswezen heeft bezwaren tegen de samenstelling van de referentiegroep die in het bestreden Besluit wordt gehanteerd bij de bepaling van de kostenvoet voor eigen vermogen.
52. De referentiegroep in het Besluit is gebaseerd op een advies van de Brattle Group. Het Loodswezen acht Brattle Group niet geslaagd in het zoeken naar beursgenoteerde ondernemingen waarvan de winstgevendheid in belangrijke mate is ontleend aan gelijke activiteiten als die van het Loodswezen. Naar het oordeel van het Loodswezen kan dat niet een combinatie zijn van ondernemingen uit de maritieme sector en ondernemingen uit de water- en energiesector. Het Loodswezen acht de verschillen tussen ondernemingen uit de water- en energiesector om verschillende redenen te groot. Het Loodswezen wijst onder meer op het verschil in het volumerisico.
53. Volgens het Loodswezen zijn wereldwijd wel degelijk goed vergelijkbare ondernemingen te vinden, waarvan de winstgevendheid afhankelijk is van de internationale maritieme handel en die niet direct actief zijn in de scheepvaart. Van dergelijke ondernemingen zijn er in de referentiegroep van ACM slechts twee opgenomen. Deze beperking lijkt, aldus het Loodswezen met name te worden veroorzaakt doordat ACM, op advies van de Brattle Group, slechts Europese ondernemingen heeft opgenomen. Het verschil dat Brattle Group maakt tussen Europese en Amerikaanse ondernemingen enerzijds en ondernemingen uit de rest van de wereld anderzijds, ontgaat het Loodswezen. Er is een voorkeur voor Europese (of Nederlandse) ondernemingen maar indien dit aantal laag uitvalt, kunnen vergelijkbare ondernemingen uit de rest van de wereld (Verenigde Staten én rest van de wereld) opgenomen worden.
54. Gelet op het voorgaande acht het Loodswezen de referentiegroep die ten behoeve van het Besluit is samengesteld niet deugdelijk. Bij een nieuw besluit ligt het volgens het Loodswezen voor de hand uit te gaan van de door hem voorgestelde referentiegroep.

4 Beoordeling door ACM

4.1 Bezwaargrond (a): uitspraak van de Rechtbank Rotterdam van 20 januari 2011

55. Bij uitspraak van 20 januari 2011 heeft de rechtbank Rotterdam zich uitgesproken over de beslissing op bezwaar van 30 september 2008 met betrekking tot de WACC voor het Loodswezen voor de periode 2009 – 2013.²⁵ De rechtbank heeft daarbij het besluit, mede naar aanleiding van een advies van een door de rechtbank benoemde deskundige, vernietigd. De rechtbank heeft aan deze beslissing een drietal overwegingen ten grondslag gelegd:

²⁵ 2014402434

Besluit

- a. Ten onrechte heeft in bezwaar geen actualisering plaatsgevonden van de gebruikte gegevens; ook in de voorfase zijn ten onrechte niet de meest actuele gegevens gebruikt;
 - b. Het gebruik van gegevens met betrekking tot de energiesector voor de parameter renteopslag is onvoldoende gemotiveerd. 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 volgt dit advies en stelt vast dat verweerder onvoldoende heeft gemotiveerd waarom de door hem gebruikte gegevens geschikt zijn voor de vaststelling van de parameter renteopslag.
 - c. Het op nihil stellen van de parameter niet-systematisch risico is onvoldoende gemotiveerd. De rechtbank volgt het advies van de deskundige ook op het punt van de parameter niet systematisch risico en stelt vast dat het op nihil stellen van de opslag voor niet-systematische risico's, zonder daarbij aandacht te besteden aan de specifieke bedrijfsomstandigheden van het Loodswezen, niet voldoet aan het criterium van algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principes.
56. Daar de uitspraak betrekking heeft op de beslissing op bezwaar van 30 september 2008, is de uitspraak buiten die beslissing slechts beperkt van betekenis. De onder a en b weergegeven punten zijn in het onderhavige bezwaar niet aan de orde. Met betrekking tot de parameter niet-systematisch risico heeft de rechtbank destijds overwogen dat deze niet op nihil kan worden gesteld zonder nader in te gaan op de specifieke bedrijfsomstandigheden van het Loodswezen. Daarbij wordt met name gedoeld op de organisatievorm van het Loodswezen. Dat is in het thans bestreden Besluit uitvoerig gebeurd. ACM verwijst daarvoor naar paragraaf 4.5.3 van het bestreden Besluit. Het motiveringsgebrek dat aanleiding heeft gegeven tot de uitspraak van 20 januari 2011 doet zich derhalve in het thans bestreden besluit niet voor.
57. De uitspraak van 20 januari 2011 noodzaakt voorts niet tot het toekennen van een opslag voor niet-systematisch risico. ACM handelt niet tegen de uitspraak van de rechtbank door ook voor de onderhavige periode deze waarde op nihil te stellen. De uitspraak eist slechts dat dit afdoende wordt gemotiveerd. Naar het oordeel van ACM is dit, zoals hiervoor overwogen, thans geschied. Daarmee is voldoende gevolg gegeven aan de uitspraak van de rechtbank.
58. ACM concludeert dat deze bezwaargrond van het Loodswezen niet slaagt.

Besluit

4.2 Bezwaargrond (b): periode van geldigheid van het bestreden Besluit

59. Het bestreden besluit is vastgesteld met een geldigheidsduur van vijf jaar. Het Loodswezen verzoekt primair om – indien ACM zou vasthouden aan die periode van vijf jaar – enkele parameters tussentijds te mogen wijzigen, zoals het geval is bij de regulering van de vermogenskosten van de luchthaven Schiphol. Indien ACM hiertoe niet mocht willen overgaan verzoekt het Loodswezen ACM, subsidiair, om de WACC voor een kortere periode vast te stellen, bijvoorbeeld voor drie jaar.
60. ACM ziet geen aanleiding om een of meerdere parameters van de WACC tussentijds te laten wijzigen. Anders dan het geval is bij de regulering van de luchthaven Schiphol, is ACM bij de regulering van het Loodswezen de taak toebedeeld om de vermogenskosten en de parameters ter bepaling daarvan vast te stellen. In het Besluit exploitatie luchthaven Schiphol is de methode ter vaststelling van de vermogenskosten integraal opgenomen en dient die (tenminste) jaarlijks door Schiphol zelf te worden vastgesteld aan de hand van de wettelijk voorgeschreven methode, waarbij Schiphol enkele gegevens dient in te vullen. De herkomst daarvan dient Schiphol in het toerekeningssysteem voor kosten en opbrengsten aan te geven. Het Bmr schrijft daarentegen voor dat ACM zowel de vermogenskostenvergoeding als de parameters voor de bepaling daarvan dient vast te stellen. Gegeven de verschillen in de wet- en regelgeving en de verschillen in de wijze waarop de WACC wordt vastgesteld gaat de vergelijking met de voor Schiphol voorgeschreven methode derhalve niet op.
61. De primaire grond treft aldus geen doel.
62. ACM ziet zich, in het licht van de subsidiaire bezwaargrond van het Loodswezen, gesteld voor de vraag of de geldigheidsperiode van het bestreden Besluit kan worden bekort of dat er doorslaggevende argumenten zijn om vast te houden aan een periode van vijf jaar.
63. ACM merkt daarbij op dat een langere periode (vijf jaar) leidt tot een grotere stabiliteit in de jaarlijks vast te stellen tarieven. Anderzijds geeft een kortere periode de gelegenheid om rekening te houden met fluctuaties op de financiële markten die van invloed kunnen zijn op de parameters van de WACC. Een te korte periode leidt echter tot te veel onzekerheid - dat wil zeggen, mogelijke fluctuaties in de tarieven – en veroorzaakt bovendien meer administratieve lasten en bestuurslasten.
64. Hoewel de in het bestreden Besluit gekozen periode in overeenstemming is met het wettelijk kader, verzet dat kader zich niet tegen het hanteren van een kortere periode. Het wettelijk kader dwingt er voorts niet toe de vermogenskostenvergoeding een gelijke periode van geldigheid te geven als het kostentoe rekeningssysteem, dat voor een periode van (maximaal) vijf jaar wordt vastgesteld.

Besluit

65. ACM stelt voorts vast dat in andere gereguleerde sectoren, zoals de energiesector en de telecommunicatiesector, uit wordt gegaan van een WACC voor een periode van drie jaar. ACM heeft geen aanwijzingen dat deze periode te kort of te lang zou zijn, dan wel om andere redenen niet zou voldoen. Deze periode van drie jaar biedt voldoende mogelijkheden om rekening te houden met fluctuaties op de financiële markten. Bovendien wordt daarmee aangesloten bij andere gereguleerde sectoren. Alles overziend kan de periode waarvoor de WACC geldt, worden teruggebracht naar een periode van drie jaar.
66. De grond treft doel: de periode waarvoor de WACC geldt zal dientengevolge worden vastgesteld op drie jaar, gerekend vanaf de datum van inwerkingtreding van het primaire besluit.

4.3 Bezwaargronden (c) en (d): opslag voor niet-systematisch risico

4.3.1 Inleiding

67. De bezwaargronden (c) en (d) hangen nauw met elkaar samen. Beide bezwaargronden houden verband met de stelling van het Loodswezen dat ACM het Loodswezen zou dwingen om de organisatiestructuur te wijzigen. Het Loodswezen keert zich met de bezwaargronden ook tegen de mogelijke gevolgen die een dergelijke wijziging volgens het Loodswezen met zich brengt. Beide gronden zullen daarom in dit hoofdstuk gezamenlijk worden geadresseerd.
68. Alvorens ACM ingaat op de genoemde bezwaargronden, wijst ACM op het gegeven dat het Loodswezen in vergelijking met andere gereguleerde bedrijven, een afwijkende organisatievorm heeft. Het Loodswezen is georganiseerd in de vorm van maatschappen waarin de maten (verplicht) het kapitaal en arbeid inbrengen. Andere gereguleerde ondernemingen hebben de vorm van een kapitaalvennootschap (BV of NV) waarbij (externe) aandeelhouders het kapitaal inbrengen.
69. Naar het oordeel van het Loodswezen brengt zijn specifieke organisatievorm extra risico's mee voor de loodsen in hun hoedanigheid van kapitaalverschaffer. Deze risico's zouden volgens het Loodswezen gecompenseerd moeten worden door het hanteren van een opslag voor niet-systematische risico's.
70. In het bestreden Besluit is ACM echter tot de beslissing gekomen om geen opslag voor niet-systematisch risico in de vermogenskostenvergoeding toe te kennen. Reden hiervoor was dat de huidige organisatiestructuur, voor zover dat zou leiden tot het hanteren van een opslag voor niet-systematisch risico, niet bijdraagt aan de meest efficiënte werkwijze of, specifiek, de meest efficiënte financieringswijze van het Loodswezen. In het bestreden Besluit is ACM tot de conclusie gekomen dat deze kosten vermeden kunnen worden als het Loodswezen een andere organisatiestructuur zou kiezen, namelijk die van een kapitaalvennootschap (BV of NV).

Besluit

71. Het bestreden besluit dwingt het Loodswezen niet om zijn huidige organisatiestructuur te wijzigen. Het Loodswezen was en is vrij in de keuze om van organisatiestructuur te veranderen. Het bestreden Besluit laat het Loodswezen ook in de toekomst vrij in die keuze. Echter, de door het Loodswezen gekozen organisatiestructuur mag er niet toe leiden dat gebonden gebruikers opdraaien voor inefficiënties van de huidige organisatievorm die het Loodswezen – kennelijk – wenst te behouden. Met andere woorden, als de gekozen organisatiestructuur niet bijdraagt aan de meest efficiënte werkwijze (financieringswijze) van het Loodswezen, dan mogen de gebonden gebruikers daarvan niet de dupe worden in de vorm van hogere loodsgeldtarieven.
72. ACM heeft daarom onderzocht of een andere organisatievorm een reële en praktisch uitvoerbare mogelijkheid is. Dit onderzoek naar één specifieke parameter in de berekening van de WACC, de door het Loodswezen gewenste opslag voor niet-systematisch risico, staat naar het oordeel van ACM echter niet per definitie in de weg om bij de vaststelling van de overige parameters aan te sluiten bij de specifieke bedrijfsomstandigheden van het Loodswezen en dus rekening te houden met de huidige organisatievorm van het Loodswezen bij de vaststelling van de WACC. Dit dient per parameter beoordeeld te worden.
73. Het voorgaande heeft gevolgen voor de parameters opslag niet-systematisch risico, de small firm premium en de belastingdruk. Deze drie parameters worden hieronder besproken.

4.3.2 Opslag niet-systematisch risico

Geen aanleiding voor opslag

74. Naar het oordeel van ACM is er geen aanleiding voor een opslag voor niet-systematisch risico in de vermogenskostenvergoeding. Bij de bepaling van de vermogenskostenvergoeding past ACM het zogenaamde CAPM-model toe. Een principieel uitgangspunt van het CAPM-model is de veronderstelling dat investeerders zich tegen niet-systematische risico's kunnen indekken door hun beleggingsportefeuille te spreiden (diversificatie).
75. Dat de wijze waarop het Loodswezen organisatorisch is ingericht niet in overeenstemming is met het CAPM-model – waardoor investeerders (de registerloodsen zelf) hun investeringsrisico wellicht niet kunnen diversifiëren – vloeit voort uit de door het Loodswezen zelf gemaakte keuze.
76. ACM benadrukt nogmaals dat ze op zichzelf niets tegen deze keuze heeft. De gevolgen van die keuze zijn duidelijk: de financiers van het Loodswezen (individuele registerloodsen) kunnen het niet-systematisch risico niet (of niet geheel) afdekken

Besluit

vanwege de onmogelijkheid hun financieringsportefeuille te diversifiëren. Die gevolgen dienen dan wel voor rekening van het Loodswezen te blijven en niet te worden afgewenteld op de gebonden gebruikers door de daaruit voortvloeiende meerkosten in de tarieven te verdisconteren.

77. Het Loodswezen had ten aanzien van de organisatievorm ook een andere keuze kunnen maken, namelijk door zich niet in de vorm van maatschappen te organiseren, maar door te kiezen voor kapitaalvennootschappen (BV of NV) waarbij de mogelijkheid ontstaat om extern eigen vermogen aan te trekken. Het door ACM verrichte onderzoek voorafgaande aan het nemen van het primaire besluit en het onderzoek verricht naar aanleiding van het bezwaar van het Loodswezen laten zien dat dit ook een reële keuze is. Dit wordt hieronder nader toegelicht.
78. Gelet op het feit dat omvorming een reële mogelijkheid is, zijn de kosten die samenhangen met het niet-systematisch risico, kosten die door het Loodswezen vermeden kunnen worden. ACM is van oordeel dat kosten die redelijkerwijs vermeden kunnen worden, niet door middel van de WACC in de tarieven aan gebruikers in rekening kunnen worden gebracht.

Beoordeling bezwaargronden

79. Het Loodswezen meent dat ACM alle mogelijke (financiële en juridische) gevolgen van een verandering van organisatievorm, inclusief het effect daarvan op de operationele- en vermogenskosten, had moeten onderzoeken. ACM weerspreekt dat. De onderzoekplicht van ACM reikt niet zover. ACM is nagegaan in hoeverre een omvorming van de organisatiestructuur een reële en praktisch uitvoerbare mogelijkheid is. Daartoe heeft ACM zich – meermaals – laten adviseren door Pels Rijcken en Boer&Croon.
80. Zij concluderen beargumenteerd en op basis van hun eigen specifieke kennis en deskundigheid, dat het mogelijk is dat het Loodswezen zich omvormt. Ongetwijfeld heeft die omvorming gevolgen. Waar het gaat om de juridische gevolgen zijn deze met name onderzocht in de adviezen van Pels Rijcken.²⁶ De financiële consequenties zijn onderzocht door Boer&Croon.²⁷ Deze adviezen bieden voldoende inzicht en op een afdoende gedetailleerd niveau in de (belangrijkste) financiële en juridische aspecten die verband houden met een eventuele omvorming om tot het oordeel te komen dat de keuze voor een andere organisatievorm een reële en praktisch uitvoerbare mogelijkheid is. De eventuele obstakels zijn te overkomen. Daarbij hebben de adviseurs in hun onderzoek alle relevante feiten en omstandigheden meegenomen en de meest reële scenario's behandeld.

²⁶ 2014402435 en 2014303532

²⁷ 2014302024

Besluit

81. Onderstaand worden de door en in opdracht van ACM uitgevoerde onderzoeken kort besproken aan de hand van de verschillende bezwaargronden zoals deze door het Loodswezen zijn ingebracht. Het betreft de volgende gronden:
- a. uit de parlementaire geschiedenis van de Loodsenwet volgt dat omvorming niet verplicht is en niet de bedoeling van de wetgever is geweest;
 - b. op grond van de uitspraak van de Rechtbank Rotterdam van 20 januari 2011 is de omvorming niet voorgeschreven, dan wel dient uit te worden gegaan van de huidige organisatiestructuur;
 - c. na omvorming verandert de aansprakelijkheidspositie van de registerloodsen en kan er geen beroep meer worden gedaan op artikel 3 Lw;
 - d. op grond van diverse rapporten die in het kader van de regulering van het Loodswezen in het verleden door ACM en het Loodswezen zijn opgesteld, is de omvorming niet voorgeschreven;
 - e. door ACM is niet onderzocht of de kosten van omvorming opwegen tegen de baten daarvan;
 - f. door ACM is niet onderzocht wat de gevolgen zijn voor de financiering met vreemd vermogen;
 - g. door ACM is niet onderzocht wat de gevolgen zijn van omvorming voor de mede-aansprakelijkheid van registerloodsen voor leningen die door het Loodswezen zijn aangegaan.

a) De parlementaire geschiedenis

82. ACM kan het Loodswezen niet volgen in haar betoog dat de wetgever de uitdrukkelijke wens heeft gehad om het Loodswezen geen andere organisatiestructuur te geven dan de huidige, in de vorm van maatschappen. Uit de parlementaire stukken bij de Loodsenwet waar het Loodswezen aan refereert, kan volgens ACM niet worden opgemaakt dat volgens de wetgever de huidige organisatiestructuur het uitgangspunt moet zijn en daarmee – automatisch – dat de mogelijkheid tot omvorming tot een andere organisatiestructuur moet worden uitgesloten. Uit de parlementaire stukken maakt ACM op dat de wetgever de bestaande organisatiestructuur destijds hooguit als een feitelijk gegeven heeft beschouwd, maar niet meer dan dat.²⁸ Nergens is beschreven, laat staan voorgeschreven, dat die organisatiestructuur de enige juiste en wenselijke zou zijn.

b) De uitspraak van de Rechtbank Rotterdam

83. Naar het oordeel van ACM kan de gestelde onmogelijkheid tot omvorming evenmin uit de uitspraak van de rechtbank Rotterdam van 20 januari 2011 of uit de diverse daar aan voorafgaand ingewonnen adviezen worden opgemaakt. De kwestie speelde in het geheel niet in het geding dat leidde tot die uitspraak.

c) Bezwaren van juridische aard: aansprakelijkheidspositie registerloodsen

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

Besluit

84. Waar het gaat om de bezwaargrond over het vervallen van de aansprakelijkheidsbeperking als gevolg van het ontbreken van een contractuele relatie tussen loods en reder, wordt - onder verwijzing naar het advies van Pels Rijcken van 15 april 2013²⁹ - allereerst opgemerkt dat de voorgestelde omvorming is gericht op de rechtsvorm van de organisatie waarbij de loods is aangesloten. De omzetting van de rechtsvorm van een maatschap naar een kapitaalvennootschap dwingt niet tot aanpassing van de systematiek van contracteren. Ook na omvorming is het nog steeds mogelijk dat een individuele loods een overeenkomst sluit met de reder, en de loods dientengevolge onverkort een beroep kan doen op de aansprakelijkheidsbeperking van artikel 3 van de Loodsenwet. Het Loodswezen heeft ook geen argumenten aangevoerd waaruit zou volgen dat de wijze van contracteren bij een andere organisatievorm zou moeten wijzigen.
85. In het bezwaarschrift, nadien nog nader onderbouwd door PwC³⁰, wordt er door het Loodswezen op gewezen dat als gevolg van de omvorming van de organisatiestructuur er sprake kan zijn van een arbeidsovereenkomst tussen de loodsen en de op te richten B.V.
86. ACM heeft dit laten toetsen door Pels Rijcken.³¹ Op basis van dit onderzoek merkt ACM op dat de enkele omvorming, waarbij de regionale maatschappen worden vervangen door een B.V., op zichzelf niet betekent dat daardoor een arbeidsovereenkomst tot stand komt. Of tussen de loods en de B.V. een arbeidsovereenkomst ontstaat, is afhankelijk van de vraag of de loods en de B.V. bij het aangaan van hun relatie al dan niet beogen om een arbeidsovereenkomst te sluiten en hoe zij feitelijk invulling geven aan de overeenkomst. Als partijen bij het aangaan van hun relatie duidelijk aangeven niet beogen een arbeidsovereenkomst te sluiten en de feitelijk invulling van de overeenkomst gelijk blijft aan de manier waarop thans invulling wordt gegeven aan de maatschapovereenkomst, zal geen sprake zijn van een arbeidsovereenkomst.
87. Bovendien wijzigt de wettelijke beperking van de aansprakelijkheid van de registerloods op grond van artikel 3 Loodsenwet niet als gevolg van een omvorming en 'vervalt' deze dus ook niet zoals het Loodswezen kennelijk vreest. Omdat aansprakelijkheid van de werkgever respectievelijk opdrachtgever van de registerloods slechts een afgeleide aansprakelijkheid van die van de registerloods is, beperkt de schulduitsluitingsgrond van de registerloods op grond van artikel 3 Loodsenwet de aansprakelijkheid van de werkgever respectievelijk opdrachtgever op gelijke wijze ongeacht de wijze waarop de werkgever respectievelijk opdrachtgever is georganiseerd. ACM verwijst naar het advies van Pels Rijcken van 3 december 2012.³²

²⁹ Dossiernummer 2014402435

³⁰ 2014301134, bijlage

³¹ 2014303532

³² 2014402436

Besluit

d) consistentie rapporten

88. In haar bezwaarschrift gaat het Loodswezen uitgebreid in op enkele adviezen die aan ACM zijn uitgebracht ten behoeve van de voorbereiding van het bestreden Besluit en ter voorbereiding van de beslissing op bezwaar van 13 juli 2012 die zag op de WACC voor de periode 2009-2013. Het Loodswezen verbindt geen duidelijke conclusie aan de door hem aangehaalde passages uit deze adviezen. Voor zover echter het Loodswezen bedoeld heeft aan te tonen dat deze adviezen duidelijk maken dat omvorming niet mogelijk is, merkt ACM het volgende op.
89. Uit geen van de adviezen waaraan het Loodswezen refereert blijkt dat omvorming onmogelijk zou zijn. Integendeel, ACM heeft in het verleden meermaals laten onderzoeken of het mogelijk is om tot risicospreiding in de vorm van diversificatie te komen. Daarvoor moeten meerdere stappen worden gezet, te beginnen met de omvorming van het Loodswezen tot bijvoorbeeld één of meer BV's, NV's of een combinatie daarvan waaraan geen juridische bezwaren in de weg staan. Met de omvorming kan de verplichting voor de registerloodsen om kapitaal in te brengen, worden geschrapt omdat extern kapitaal kan worden aangetrokken. De obstakels die het Loodswezen tegen omvorming zag, heeft ACM steeds laten onderzoeken, waarbij de argumenten van het Loodswezen steeds genoegzaam zijn weerlegd in die onderzoeken.

e) Kosten van omvorming

90. Het Loodswezen stelt dat de kosten van omvorming onvoldoende zijn onderzocht en inzichtelijk gemaakt. Het Loodswezen merkt op dat verandering in de organisatiestructuur kan leiden tot verandering in boekhoudkundige regels en rapportages, hetgeen kan leiden tot additionele kosten.
91. Naar aanleiding van het bezwaarschrift van het Loodswezen heeft ACM aan Boer&Croon opdracht gegeven de kosten van een eventuele omvorming van het Loodswezen naar een andere rechtsvorm te analyseren. In haar rapport gaat Boer&Croon uitvoerig in op zowel de eenmalige kosten als de structurele kosten.³³ Specifiek zij verwezen naar de tabellen 1.1 en 1.2 van het rapport van Boer&Croon.
92. De éénmalige werkzaamheden en kosten die betrekking hebben op de omvorming zijn ingedeeld in verschillende categorieën. Voor alle werkzaamheden is een inschatting gemaakt van de verwachte urenbesteding en het bij horende uurtarief van de betrokkenen. De totale verwachte éénmalige kosten worden door Boer&Croon begroot op ruim € 300.000. De structurele verschillen in de bedrijfsvoering ten opzichte van de huidige structuur hebben betrekking op verslaglegging, administratieve handelingen, bestuurlijke inrichting, aandeelhoudersvergaderingen, toetreding nieuwe loodsen en communicatie. Op basis van de belangrijkste structurele operationele verschillen verwacht

³³ 2014302024

Besluit

Boer&Croon dat de (externe) communicatie bij het hebben van externe aandeelhouders de enige kostenpost is die materieel zal afwijken in de nieuwe situatie. Het kostenverschil hiervan worden geschat op € 10.000 per jaar. Deze kosten kunnen – indien zij van toepassing zijn - in de tariefvoorstellen worden verwerkt, waardoor het Loodswezen van deze additionele kosten geen nadelen ondervindt.

93. ACM concludeert op grond van het voorgaande dat een omvorming van de organisatiestructuur van het Loodswezen weliswaar kosten met zich meebrengt, maar de hoogte van deze kosten zeer beperkt is.

f) Externe aandeelhouders

94. Het Loodswezen geeft aan dat een omvorming van de organisatiestructuur kan inhouden dat er externe aandeelhouders zullen komen die de periodieke aanpassing van de WACC door ACM als belangrijk risico zouden zien. Ook stelt het Loodswezen de vraag of het rendement dat het Loodswezen kan bieden interessant genoeg is om daadwerkelijk aandeelhouders aan te trekken. Het Loodswezen stelt dat deze aspecten niet door ACM zijn onderzocht.
95. In reactie hierop wijst ACM op het gegeven dat er door haar steeds een marktconforme WACC wordt vastgesteld op basis van bedrijven met een vergelijkbaar risicoprofiel. De hoogte van de WACC zal dan de verhoudingen op de kapitaalmarkt weerspiegelen. Dit is voor het Loodswezen niet anders dan in andere gereguleerde sectoren waarvoor ACM de WACC vaststelt. In deze andere sectoren kunnen gereguleerde bedrijven ook voldoende investeerders aantrekken. ACM ziet niet in dat dit in het geval van het Loodswezen anders zou zijn. Het Loodswezen heeft dit ook niet onderbouwd.
96. In het commentaar van het Loodswezen op het rapport van Boer&Croon stelt het Loodswezen dat in de afgelopen vijf jaar de begrote WACC - gemiddeld - niet is gerealiseerd (tabel bij randnummer 3.11).³⁴ ACM acht het gegeven dat de begrote WACC in de afgelopen jaren niet is gerealiseerd niet relevant. Een dergelijke afwijking kan verschillende oorzaken hebben, bijvoorbeeld dat efficiëntie doelstellingen niet gehaald zijn, en kan daarmee geen toetsingscriterium vormen om de te beoordelen of de WACC te laag is vastgesteld om investeerders aan te trekken. ACM wijst er wel op dat de werkelijke realisatiecijfers hoger zijn dan hier gepresenteerd omdat geen rekening gehouden is met de uitspraak van het CBb uit 2013 met betrekking tot de beschikbaarheidsuren. Maar ook al zouden deze cijfers juist zijn, dan nog kan vastgesteld worden dat zelfs in de jaren van de kredietcrisis elk jaar een positief rendement op het eigen vermogen is behaald (randnummer 3.13 van het commentaar). In het crisisjaar 2010 bedroeg het rendement op het eigen vermogen zelfs 18%. Tegen die achtergrond valt niet in te zien waarom het Loodswezen geen investeerders zou kunnen trekken.

³⁴ 2014301134

Besluit

g) Mede-aansprakelijkheid registerloodsen

97. Het Loodswezen is van mening dat een aanleiding voor het toekennen van een opslag voor niet-systematisch risico ook gelegen is in het gegeven dat een individuele loods mede-aansprakelijk is voor schulden van het Loodswezen die verder gaat dan van een normale belegger waar het CAPM-model van uitgaat. Die mede-aansprakelijkheid verdwijnt niet als gevolg van een eventuele omvorming, daarvoor zal instemming van de geldverstrekkers nodig zijn. Dat brengt kosten met zich mee waarvoor in het bestreden besluit geen compensatie wordt geboden. Bovendien is het ook mogelijk dat, als wordt besloten tot omvorming, geldverstrekkers niet akkoord gaan met het vervallen van mede-aansprakelijkheid.
98. In reactie op deze bezwaargrond wijst ACM allereerst op het gegeven dat zij de spread heeft bepaald aan de hand van een referentiegroep waarvoor de door het Loodswezen bedoelde medeaansprakelijkheid niet geldt. Nu registerloodsen wel medeaansprakelijk zijn voor bepaalde leningen van het Loodswezen, zal het Loodswezen in de praktijk tegen gunstiger voorwaarden leningen hebben kunnen aangaan dan de bedrijven uit de referentiegroep die geen medeaansprakelijkheid kennen. Daarmee is de spread in het bestreden Besluit eerder te hoog vastgesteld dan te laag.
99. ACM heeft Pels Rijcken³⁵ en Boer&Croon³⁶ onderzoek laten uitvoeren naar de aansprakelijkheidspositie van registerloodsen ingeval van omvorming. Zowel Pels Rijcken als Boer&Croon onderkennen dat het Loodswezen bij een omzetting in gesprek zal moeten treden met haar financiers. ACM heeft vastgesteld dat de drie kredietovereenkomsten die het Loodswezen met verschillende banken is aangegaan nog een significante looptijd hebben. Ook het uitstaande bedrag is bij alle overeenkomsten per eind 2013 significant.
100. Het gaat bij de omzetting om een administratieve omzetting en niet om het beschikbaar stellen van additioneel kapitaal. Dit zal ertoe leiden dat de banken voor de kredietovereenkomsten waarschijnlijk (opnieuw) afsluitprovisies in rekening brengen. De inschatting van Boer&Croon is dat dit voor alle kredieten in totaal tussen de € 50.000,- en € 90.000,- zal bedragen. Deze afsluitprovisies zijn geschat op basis van: (i) eerdere afsluitprovisies op deze kredietovereenkomsten en (ii) de praktijkervaring van Boer&Croon.
101. De zekerheden van de banken kunnen na het omzetten gelijk blijven. De inschatting van Boer&Croon is dat de opslagen opgenomen in Kredietovereenkomst I, II en III als direct gevolg van de omvorming, in dat geval, niet verhoogd worden.

³⁵ 2014402535

³⁶ 2014302024

Besluit

102. Alleen als het Loodswezen er voor kiest om in de nieuwe structuur de medeaansprakelijkheid te laten vervallen, heeft dit voor kredietverleners impact op het risicoprofiel van de kredietnemer. De kredietverleners zullen bij een dergelijke omzetting waarschijnlijk de opslag in de kredietovereenkomsten verhogen. Boer&Croon acht het waarschijnlijk dat bij een omzetting naar kredietovereenkomsten zonder medeaansprakelijkheid een verhoging van de pricing zal plaatsvinden naar het niveau van een referentiegroep waar deze aansprakelijkheid niet geldt. Deze verhoging - welke overigens effect heeft op de kostenvoet voor vreemd vermogen en dus niet zoals een opslag niet-systematisch risico op de kostenvoet voor eigen vermogen - wordt door Boer&Croon geschat op 0,20 tot 0,34 %-punt. Zoals hiervoor al is overwogen neemt ACM een referentiegroep, welke de genoemde medeaansprakelijkheid ook niet kent, als uitgangspunt voor de bepaling van de spread. Daarmee is deze verhoging feitelijk al verdisconteerd in de door ACM vastgestelde vergoeding voor de spread.
103. Het omzetten naar de nieuwe structuur kan er toe leiden dat de positieve of negatieve waarde van rentederivaten afgewikkeld dienen te worden. Dit zijn echter geen kosten/opbrengsten die toe te rekenen zijn aan de omzetting naar de nieuwe structuur.

Conclusie opslag niet-systematisch risico

104. ACM komt op grond van het voorgaande tot de conclusie dat de omvorming van het Loodswezen tot een kapitaalvennootschap een reële mogelijkheid is. Indien van deze mogelijkheid gebruik gemaakt wordt, zijn er geen extra kosten die middels een opslag niet-systematisch risico vergoed zouden moeten worden. ACM acht deze kosten daarmee vermijdbaar en oordeelt dat er bij de vaststelling van de WACC geen rekening hoeft te worden gehouden met een opslag niet-systematisch risico. De bezwaren daartegen acht ACM ongegrond.

4.3.3 Small Firm Premium

Beoordeling bezwaargronden

105. Het Loodswezen is van opvatting dat in het geval geen opslag voor niet-systematisch risico wordt toegepast, dan in elk geval een *small firm premium* (SFP) zou moeten worden toegepast om het Loodswezen te compenseren voor risico's die niet in het CAPM-model zijn voorzien. Het Loodswezen wijst daarbij op een advies van Frontier Economics³⁷ en de beslissing op bezwaar van 13 juli 2012³⁸, ten opzichte waarvan de toepassing van een SFP in de visie van het Loodswezen thans ten onrechte is teruggedraaid. Het Loodswezen wijst daarbij op een rapport van London Economics - opgesteld ten behoeve van Ofgem – waarin een SFP-effect wordt waargenomen. Ook de Britse toezichthouders Ofwat en Ofstel werken volgens het Loodswezen met een dergelijke opslag.

³⁷ 2014402527

³⁸ 200108/200

Besluit

106. In dit verband merkt ACM allereerst op dat een SFP een correctie betreft voor kleine ondernemingen bovenop de uitkomst van de WACC volgens het CAPM-model. De reden voor een dergelijke premie is een andere dan die voor een opslag voor niet-systematisch risico namelijk een opslag voor de extra rendementseis die investeerders eisen bij kleinere ondernemingen. In de voorgaande reguleringsperiode is bij de vaststelling van de WACC in de beslissing op bezwaar van 13 juli 2012, een SFP toegepast. In dat besluit is toen in randnummer 175 en 176 het volgende overwogen.

“175. Samenvattend ziet de Raad derhalve op dit moment voor het specifieke geval van het Loodswezen reden om, gelet op het rapport van Frontier Economics, de afweging met betrekking tot de SFP, alhoewel deze met veel twijfel is omgeven, voor nu in het voordeel van het Loodswezen te laten uitvallen.

176. De Raad zal daarom bij de vaststelling van de vermogenskostenvoet voor het Loodswezen een [SFP van] 2% hanteren. Wel ziet de Raad in de grote onzekerheden rondom de SFP aanleiding om nader onderzoek te doen. (...)”

107. Gelet op het voorgaande heeft ACM in het kader van het bestreden besluit door Boer& Croon laten onderzoeken of zich bij het Loodswezen, na een mogelijke omvorming, een small firm effect voordoet, hetgeen een small firm premium zou rechtvaardigen.³⁹ De kern van het betoog van Boer&Croon is dat voor periodes na 1980 meerdere malen aangetoond is dat het *small firm effect* niet significant waarneembaar is. Dat er enkele incidentele voorbeelden waarbij toezichthouders een SFP toepassen doet hier niet aan af. Op basis van dit rapport heeft ACM geen aanleiding meer gezien om bij de vaststelling van de WACC in het bestreden besluit een SFP te hanteren.
108. Dat het effect van een SFP voor Britse aandelen volgens het Loodswezen wel zou zijn waargenomen in de periode na 1980, doet geen afbreuk aan het rapport van Boer&Croon nu daarin reeds rekening is gehouden met het gegeven dat in een beperkt aantal gevallen toch rekening is gehouden met een SFP. ACM is van mening dat daarmee de conclusies in het rapport, gelet op de diepgang van het rapport en niettegenstaande het door het Loodswezen genoemde rapport, niet worden weerlegd door de bezwaren die het Loodswezen heeft aangevoerd.
109. Het Loodswezen bestrijdt verder het oordeel van Boer&Croon dat het gebruik van een recente meetperiode een beter beeld van de toekomst geeft. Deze keuze is volgens het Loodswezen niet consistent met het bestreden besluit waarin ACM bij de vaststelling van de marktrisicopremie juist kiest voor een lange meetperiode, van 1900 tot 2012. Het getuigt van een interne inconsistentie in het bestreden besluit dat ACM voor de bepaling van de marktrisicopremie kiest voor een lange meetperiode en ter bepaling van het niet-

³⁹ 2014303533

Besluit

systematisch risico van beleggingen in kleine ondernemingen voor een korte meetperiode.

110. ACM beoordeelt dit argument als volgt. De WACC wordt in het besluit bepaald voor een toekomstige periode. Per parameter wordt onderzocht hoe de waarde daarvan in die toekomstige periode het best geschat kan worden. Soms is daar een kortere periode de beste schatting (bijvoorbeeld 3 jaar voor de rente-opslag), soms is een zeer lange periode nodig voor de beste schatting (meer dan 100 jaar voor de marktrisicopremie). Voor het small firm effect geldt specifiek dat dit in de periodes na 1980 niet meer significant waarneembaar is. Daarmee is er geen aanleiding om de SFP in de vast te stellen WACC op te nemen.
111. Tot slot meent het Loodswezen dat een small firm premium-opslag gerechtvaardigd is, omdat Boer&Croon het principe van (il)liquiditeit niet heeft onderzocht, terwijl Boer&Croon wist dat dit principe door andere toezichthouders wel wordt toegepast bij het bepalen van vermogenskosten. Het bestreden besluit heeft dit principe niet onderkend.
112. In de literatuur (zie Tabel 2.1 van Boer&Croon) wordt voor recente periodes bij beursgenoteerde bedrijven zo goed als geen small firm effect waargenomen. Dit houdt dus ook in dat het effect van hogere transactiekosten voor kleinere bedrijven in die periodes, in die steekproef, niet wordt waargenomen. In studies betrekking hebbende op eerdere periodes of over langere periodes is dat anders, maar dat is, gegeven de meetperiode, voor het vaststellen van een toekomstige WACC niet relevant.

Conclusie Small Firm Premium

113. Gelet op het voorgaande is ACM van oordeel dat er geen redenen meer zijn om bij de vaststelling van de WACC rekening te houden met een SFP. De bezwaren van het Loodswezen die hier tegen zijn gericht acht ACM dan ook ongegrond.

4.3.4 Belastingdruk

114. Het Loodswezen voert in haar bezwaarschrift aan dat in het bestreden besluit, gelet op de nieuwe organisatiestructuur, wordt uitgegaan van een belastingdruk van 25%. Dat is volgens het Loodswezen niet juist. Gegeven het feit dat binnen de huidige organisatiestructuur het Loodswezen fiscaal transparant is, is de vennootschapsbelasting feitelijk vervangen door de individuele belastingdruk van de registerloodsers onder de Inkomstenbelasting (IB). Door het Loodswezen is deze (gemiddelde) belastingdruk berekend op 36,46%.
115. In het bestreden besluit is ACM bij de bepaling van de belastingdruk uitgegaan van de situatie zoals deze ontstaat nadat het Loodswezen is omgevormd in een kapitaalvennootschap. Dit betekent dat is uitgegaan van de belastingdruk op grond van

Besluit

de Vennootschapsbelasting (VpB) zijnde 25%.

116. ACM beoordeelt in bezwaar dat belastingheffing naar zijn aard, anders dan hiervoor in het geval van een opslag niet-systematisch risico, niet vermeden kan worden en dat bij vaststelling van de WACC hoe dan ook rekening moet worden gehouden met de belastingdruk. Voor de belastingdruk sluit ACM zo veel mogelijk aan bij de feitelijke omstandigheden waarin het Loodswezen zich bevindt. Dit betekent dat niet langer uitgegaan moet worden van de vennootschapsbelasting, maar dat de Inkomstenbelasting uitgangspunt moet zijn.
117. Door PwC is in opdracht van het Loodswezen de feitelijke belastingdruk bepaald op basis van de Inkomstenbelasting.⁴⁰ De belastingdruk is door PwC berekend op 36,46%. Deze berekening is door ACM gecontroleerd.
118. ACM acht de aldus berekende inkomstenbelasting in overeenstemming met algemeen aanvaarde bedrijfseconomische principes. ACM acht, gelet op de vigerende wet- en regelgeving, dit percentage van, afgerond, 36,5 procent representatief voor het Loodswezen.
119. Het bezwaar voor zover dit gericht is tegen de gehanteerde belastingdruk treft doel. ACM gaat diens gevolg bij de berekening van de WACC uit van de Inkomstenbelasting en daarmee van een belastingdruk van 36,5 procent.

4.4 Bezwaargrond (e): de wijze van financiering van het Loodswezen

120. De renteopslag is in het bestreden Besluit door ACM vastgesteld op 1,20%. Tegen de methode waarmee de renteopslag door ACM is vastgesteld heeft het Loodswezen een drietal, onderling samenhangende, bezwaren geuit.
121. In de eerste plaats heeft het Loodswezen bezwaar tegen het normatieve karakter dat de renteopslag in haar ogen heeft: deze niet is afgeleid uit de financieringsarrangementen zoals het Loodswezen feitelijk is aangegaan, maar gebaseerd op Europese bedrijfsobligaties van ondernemingen met een 'single A-rating'. In de tweede plaats stelt het Loodswezen dat zij feitelijk geen toegang heeft tot de obligatiemarkt en dat obligaties dus geen referentiepunt kunnen vormen bij het vaststellen van de renteopslag. In de derde en laatste plaats stelt het Loodswezen dat naar haar opvatting de Nederlandse financieringsmarkt de meeste gereede markt is bij het vaststellen van de renteopslag in plaats van de Europese obligatiemarkt waarvan in het bestreden Besluit is uitgegaan.

Feitelijke financieringsarrangementen

122. Naar aanleiding van de het eerste bezwaarpunt overweegt ACM dat bij de vaststelling van de WACC een renteopslag gehanteerd moet worden die past bij het risicoprofiel en de

⁴⁰ 2014303535

Besluit

gearing van de betreffende onderneming. Voor een dergelijke onderneming dient voor de vaststelling van de WACC, een inschatting gemaakt te worden van de renteopslag in de (steeds toekomstige) reguleringsperiode.

123. Als wordt uitgegaan van de feitelijke financieringsarrangementen die door één enkele onderneming zijn aangegaan, zoals dit het Loodswezen voorstaat, kan dit tot gevolg hebben dat niet wordt uitgegaan van een optimale financieringsstructuur of dat de renteopslag mede bepaald wordt door de specifieke (bedrijfs)economische omstandigheden waarin de betreffende onderneming zich bevond ten tijde waarvan de financieringsarrangementen werden aangegaan. Door uit te gaan van een groep van soortgelijke ondernemingen wordt er een prikkel gegeven aan het Loodswezen om tot een efficiënte financiering te komen. Daarmee het risico kleiner dat de voornoemde factoren de renteopslag bepalen en de renteopslag daarmee feitelijk te hoog of te laag wordt vastgesteld. ACM is dan ook van oordeel dat de renteopslag in beginsel op basis van een vergelijkingsgroep moet worden vastgesteld.
124. Naar aanleiding van het bezwaar van het Loodswezen heeft ACM door Boer&Croon laten onderzoeken welke methode voor het bepalen van de *Cost of Debt* (waarvan de renteopslag deel uit maakt) van het Loodswezen het meest geschikt is. Boer&Croon onderscheidt in zijn algemeenheid drie verschillende methodes en geeft aan de voorkeur te geven aan het bepalen van de *Cost of Debt* op basis van beursgenoteerde obligaties van ondernemingen met een soortgelijk risicoprofiel.
125. ACM heeft daarom in het bestreden besluit de financiering van andere vergelijkbare ondernemingen als uitgangspunt genomen zoals deze in paragraaf 4.4.2 van het bestreden Besluit is toegelicht. Anders dan het Loodswezen lijkt te veronderstellen, sluit de onafhankelijk deskundige die door de Rechtbank in het kader van het beroep tegen het WACC-besluit voor de periode 2009-2013 een dergelijk uitgangspunt ook niet uit, mits voorzien van een goede motivering.⁴¹ Hieraan is naar het oordeel van ACM voldaan.
126. Deze methode om de renteopslag te bepalen is ook gebruikelijk in andere gereguleerde sectoren. Het Loodswezen wijst er op dat ACM hier in het geval van KPN is afgeweken en lijkt daarmee te impliceren dat dit in het geval van het Loodswezen ook mogelijk zou kunnen zijn. ACM overweegt dat zij in het geval van KPN, binnen de regulering zoals uitgewerkt in het geldende marktanalysebesluit, inderdaad uitgaat van de daadwerkelijke vermogenskosten. Binnen deze methodiek zijn de tarieven zoveel mogelijk gebaseerd op de werkelijke kosten van KPN. ACM acht dat in het geval KPN een aangewezen methode omdat dit een beursgenoteerde onderneming is en uit dien hoofde een prikkel heeft om zich efficiënt te financieren, ook bij het aantrekken van vreemd vermogen. Daarbovenop kan ACM een correctie uitvoeren voor de renteopslag indien de werkelijke renteopslag

⁴¹ 2013101015, bijlage.

Besluit

van KPN afwijkt van de renteopslag zoals berekend uit de referentiegroep.

127. ACM overweegt dat het Loodswezen geen beursgenoteerde onderneming is waardoor zij in een geheel andere situatie dan KPN verkeert. Daarnaast geldt voor het Loodswezen het uitgangspunt zoals dit is vastgelegd in de Loodsenwet en het daarop gebaseerde Bmr, namelijk dat de vermogenskosten op basis van de WACC-methodiek moet worden vastgesteld. Hierdoor gaat de vergelijking met KPN niet op en wordt de renteopslag voor het Loodswezen vastgesteld op basis van een vergelijkingsgroep van ondernemingen met een vergelijkbaar risicoprofiel, hetgeen voor regulering door ACM de standaard is.
128. ACM is van oordeel dat de groep van ondernemingen die gebruikt is voor het bepalen van de renteopslag, bedrijven in de water- en energiesector, in principe een vergelijkbaar risicoprofiel en een vergelijkbare *gearing* hebben als het Loodswezen. ACM stelt in paragraaf 6 van onderhavig besluit vast dat het risicoprofiel van het Loodswezen bezien vanuit de positie van crediteuren, door de fluctuaties in de vraag naar loodsdiensten binnen een termijn van één jaar en de op basis van de resultaten uit voorgaande jaren, enigszins hoger is dan dat van de water- en energiesector die in de referentiegroep zijn opgenomen.
129. In het bestreden besluit is uitgegaan van ondernemingen met een A-rating. Deze rating is het midden van de range die voor de credit ratings die voor de groep van water- en energiebedrijven in Europa geldt; deze range is onderzocht door Oxera⁴² en varieert van AA+ tot BBB-. Gegeven het iets hogere risicoprofiel acht ACM het redelijk dat de credit rating van het Loodswezen één categorie lager wordt geschat dan waarvan in het bestreden besluit is uitgegaan. Dit resulteert in een credit rating van BBB. De groep van beursgenoteerde obligaties met rating BBB in de water- en energiesector (of nutssector) is zeer beperkt. Daardoor kan uit deze groep geen representatieve renteopslag worden bepaald. Als gevolg hiervan wordt gebruik gemaakt van de rente-opslag van de (grotere) groep industriële bedrijven met de gelijke rating (BBB), zoals door Brattle Group berekend.
130. Door uit te gaan van ondernemingen met een BBB-rating in plaats van een A-rating wijzigt de renteopslag waarvan uitgegaan moet worden bij de vaststelling van de WACC. Op grond van de berekeningen van de Brattle Group komt de renteopslag uit op 1,65%.
131. De conclusie naar aanleiding van deze bezwaargrond is dat dat het bezwaar deels gegrond is. Dit brengt met zich mee dat voor de berekening van de WACC de renteopslag vastgesteld wordt op basis van de referentiegroep industriële bedrijven met een rating van BBB.

⁴² Oxera, Updating the WACC for energy networks, February 2nd 2010

Besluit

Geen toegang tot (Europese) obligatiemarkt

132. Naar aanleiding van het tweede en derde bezwaarpunt heeft ACM onderzoek laten verrichten door Boer&Croon.⁴³
133. Boer&Croon geeft aan dat er in de praktijk een aantal criteria wordt gehanteerd aan de hand waarvan bepaald kan worden of een onderneming een notering kan krijgen. Het gaat daarbij in de eerste plaats om de omvang van de financieringsbehoefte welke groter moet zijn dan 5 miljoen euro. In de tweede plaats moet een (relatief liquide) actief ter zekerheid aangeboden kunnen worden. In de laatste plaats moet de onderneming een solide trackrecord moeten hebben. Boer&Croon komt tot de conclusie dat het Loodswezen aan deze criteria voldoet en daarmee zou kunnen opteren voor een notering.
134. Boer&Croon overweegt echter dat de te betalen rente aan de bank en/of de rente die bepaald wordt door de obligatiemarkt, beide beïnvloed worden door dezelfde variabelen namelijk het risicoprofiel van de onderneming en de *gearing*. De rentekosten van beursgenoteerde obligaties zijn daarom niet structureel hoger of lager dan de rentekosten op een vergelijkbare bankfinanciering. Als de ondernemingen in de vergelijkingsgroep representatief zijn kan daarom naar de mening van Boer&Croon worden uitgegaan van rentes die van toepassing zijn op beursgenoteerde obligaties van deze ondernemingen. Boer&Croon stelt verder vast dat het Loodswezen gebruik kan maken van de Nederlandse grootbanken en verschillende buitenlandse banken.
135. Op grond van het voornoemde onderzoek van Boer&Croon stelt ACM vast dat beide bezwaren van het Loodswezen geen doel treffen.

4.5 Bezwaargrond (f) de wijze van samenstelling van de referentiegroep

4.5.1 Inleiding

136. Het Loodswezen maakt bezwaar tegen de samenstelling van de referentiegroep zoals deze door ACM wordt gebruikt om de vermogenskostenvoet voor het eigen vermogen vast te stellen. Deze referentiegroep is in overwegende mate, te weten voor 66,6 procent, samengesteld uit gereguleerde ondernemingen in de water- en energiesector. Het Loodswezen stelt dat gezocht moet worden naar ondernemingen met gelijke of vergelijkbare activiteiten als die van het Loodswezen.
137. ACM merkt op, voorafgaand aan de verdere beoordeling van de bezwaren tegen de referentiegroep, dat het Loodswezen uitgaat van een onjuist criterium voor de samenstelling van de referentiegroep. Het Loodswezen stelt dat gezocht moet worden naar ondernemingen met gelijke of vergelijkbare *activiteiten* als die van het Loodswezen. Naar het oordeel van ACM gaat het echter voor de samenstelling van de referentiegroep

⁴³ 2014302024

Besluit

niet per definitie om ondernemingen met gelijke of vergelijkbare *activiteiten* als het Loodswezen. Het gaat om ondernemingen met een gelijk of vergelijkbaar systematisch risico als het Loodswezen. Voor een investeringsbeslissing is immers vooral van belang welk risico wordt gelopen door het doen van een investering in een bepaalde onderneming; het verwachte rendement is daar immers van afhankelijk. De WACC brengt dit risico dan ook tot uitdrukking in het rendement: naarmate het systematisch risico hoger is, wordt ook de kostenvoet eigen vermogen hoger (en daarmee ook de WACC).

138. Voor de referentiegroep kunnen ondernemingen uit de maritieme sector in aanmerking komen. Echter, wanneer een onderneming uit een andere economische sector een risicoprofiel heeft dat beter vergelijkbaar is met dat van het Loodswezen, dan een onderneming uit de maritieme sector, dient voor de onderneming uit de andere sector te worden gekozen.
139. ACM acht primair ondernemingen uit de gereguleerde drinkwater- en energiesector geschikt voor de referentiegroep. Deze bedrijven maken 2/3 deel van de referentiegroep uit. Reden om met name gereguleerde bedrijven op te nemen is het gegeven dat deze bedrijven doorgaans al hun kosten kunnen en mogen doorbelasten op basis van de verwachte volumes. ACM gaat hieronder nader in op deze stelling. Het gegeven dat door deze gereguleerde ondernemingen alle efficiënte kosten kunnen worden doorbelast brengt een lager risicoprofiel met zich mee dan ondernemingen die zich in een vrij concurrerende markt bevinden: die kunnen niet alle kosten zonder meer doorbelasten aan hun afnemers, althans, niet zonder het risico afnemers te verliezen aan hun concurrenten.
140. ACM heeft echter in het bestreden Besluit rekening willen houden met het gegeven dat de opbrengsten van het Loodswezen, ongeacht een vrijwel afwezige concurrentiedruk wel enig risico dragen omdat deze afhankelijk zijn van het volume van de maritieme handel dat Nederlandse zeehavens wordt afgewikkeld. Om die reden zijn ook enkele Europese havenbedrijven in de vergelijkingsgroep opgenomen. Omdat deze bedrijven in dezelfde bedrijfstak werkzaam zijn, kennen zij ook een vergelijkbaar conjunctureel risico als het Loodswezen. Net als voor het Loodswezen worden de winsten van havenbedrijven immers beïnvloed door het volume van de internationale handel. Daarom maken deze bedrijven 1/3 deel van de referentiegroep uit.
141. Het advies van de deskundige in de uitspraak van de rechtbank Rotterdam van 20 januari 2011, waarnaar het Loodswezen verwijst, staat aan dit uitgangspunt van ACM niet in de weg. De deskundige, en met hem de rechtbank, heeft immers overwogen dat moeilijk te bepalen is of het Loodswezen gelijkenis vertoont met de maritieme sector maar dat het gebruik van de maritieme sector wel aanvaardbaar moet worden geacht, mits voldoende gemotiveerd. Deze stelling dwingt ACM in ieder geval niet tot het samenstellen van de referentiegroep met (uitsluitend) ondernemingen met gelijke of vergelijkbare activiteiten als het Loodswezen, dan wel ondernemingen waarvan de winstgevendheid afhankelijk is

Besluit

van de internationale maritieme handel en die niet direct actief zijn in de maritieme sector. Met het gewogen gemiddelde heeft ACM juist deze twee risicofactoren beoogd mee te wegen; de lage risicoprofielen van gereguleerde ondernemingen uit de drinkwater- en energiesector en het hogere risicoprofiel van ondernemingen uit de maritieme sector.

142. Gelet op het voorgaande is de door het Loodswezen samengestelde referentiegroep naar het oordeel van ACM gebaseerd op een onjuist uitgangspunt doordat het Loodswezen bij de samenstelling daarvan is uitgegaan van uitsluitend bedrijven werkzaam in dezelfde economische sector in plaats dat naar bedrijven is gezocht met een gelijk of vergelijkbaar risicoprofiel. Daarmee kan de door het Loodswezen samengestelde referentiegroep hoe dan ook niet het uitgangspunt vormen bij de vaststelling van de WACC.

4.5.2 Vergelijking risicoprofiel Loodswezen met water-/energiesector

143. In het bestreden Besluit is overwogen dat het Loodswezen, evenals gereguleerde ondernemingen in de water- en energiesector, een beperkt volumerisico kent. Het Loodswezen is echter van mening dat het volumerisico dat zij loopt aanmerkelijk groter is dan het volumerisico in de water- en energiesector. Daarnaast is het Loodswezen van mening dat zij, anders dan waarvan ACM in het bestreden Besluit uitgaat, niet zonder meer al zijn kosten kan doorberekenen bij een dalende vraag. Gegeven de samenhang worden beide punten hierna gezamenlijk besproken.
144. ACM begrijpt uit het bezwaarschrift dat het Loodswezen het volumerisico uitsluitend opvat als de fluctuatie van het aantal loodsverrichtingen door de tijd heen. Het is op zich juist dat de vraag naar diensten van het Loodswezen grotere fluctuaties vertoont dan de vraag naar drinkwater of energie. Dit is echter niet het volumerisico dat relevant is bij het samenstellen van de referentiegroep. Waar het ACM om gaat is het financiële risico dat het Loodswezen door volumeschommelingen loopt. Het is dit volumerisico dat ACM als uitgangspunt heeft genomen bij de samenstelling van de referentiegroep. Dit risico is naar het oordeel van ACM het meest vergelijkbaar met andere gereguleerde ondernemingen. Het risico voor het Loodswezen is aanzienlijk kleiner dan dat van ondernemingen die actief zijn in een markt met vrije concurrentie.
145. Het feit dat het financiële risico voor gereguleerde bedrijven kleiner is dan voor ondernemingen die actief zijn in een markt met vrije concurrentie is juist gelegen in de economische regulering waaraan ook het Loodswezen is onderworpen. Op grond van de Loodsenwet kan het Loodswezen elk jaar een tariefvoorstel indienen waarin zij een schatting kan maken van de verwachte vraag naar Loodsdiensten en de kosten die daarbij horen. Mits uitgegaan wordt van efficiënte kosten en de vraagomvang deugdelijk is geraamd, zal ACM, behoudens bijzondere omstandigheden, het tarief overeenkomstig het tariefvoorstel kunnen vaststellen. Met het aldus vastgestelde tarief zal het Loodswezen in beginsel zijn efficiënte kosten vergoed krijgen.

Besluit

146. Deze systematiek van de Loodsenwet brengt in principe met zich mee dat een dalende vraag tot hogere tarieven leidt. Dit staat in scherp contrast met de onmogelijkheid van bedrijven in een concurrerende markt om hun kosten om te slaan over een geschat volume: deze zullen bij een krimpende vraag hun prijzen juist niet zonder meer kunnen verhogen. Het feit dat ACM in de praktijk afwijkt van het tariefvoorstel omdat zij van oordeel is dat bepaalde kosten niet bijdragen aan een efficiënte werkwijze – de door het Loodswezen aangehaalde citaten uit tariefbesluiten van ACM zien daarop – doet daar niets aan af: deze bevoegdheid van ACM is er juist om enige druk op de kostenefficiëntie te zetten, omdat deze druk bij het Loodswezen niet wordt gezet door – wettelijk uitgesloten - concurrentie.
147. Een zeker risico blijft echter wel bestaan. Indien de feitelijke vraag in een jaar meer daalt of minder stijgt dan geprognoseerd in een tariefvoorstel, blijven de tariefinkomsten inderdaad achter bij de raming. Dit negatieve verschil mag niet worden verrekend en komt dus ten laste van het Loodswezen. Voor de goede orde merkt ACM op dat deze dynamiek ook de andere kant op werkt: indien het aantal loodsverrichtingen in enig jaar hoger is dan de raming, heeft het Loodswezen meer inkomsten dan voorzien. Dit positieve verschil wordt ook dan niet verrekend en komt dan juist ten goede aan het Loodswezen. Dit vormt voor het Loodswezen ook een prikkel om zo laag mogelijk te ramen waardoor het risico op overwinsten door ACM hoger wordt ingeschat dan het risico op een tekort. Hoe dan ook: door zo nauwkeurig mogelijk te ramen en daarbij uit te gaan van zo recent mogelijke ramingsgegevens (van september voorafgaand aan het relevante tariefjaar) kan het verschil tussen raming en realisatie zoveel mogelijk worden voorkomen door het Loodswezen.
148. Een en ander neemt niet weg dat ook ACM onderkent dat het ramen van het aantal loodsverrichtingen voor een bepaald jaar lastig kan zijn. ACM stelt vast dat door de economische omstandigheden in de periode 2009 tot heden de raming en de realisatie van het aantal loodsverrichtingen steeds van elkaar afweken. Zoals ook het Loodswezen heeft laten zien heeft dat er toe geleid dat het gemiddeld gerealiseerd rendement afweek van het rendement dat op grond van het toen geldende WACC-besluit maximaal was toegestaan. Dit kan een aanwijzing zijn dat de fluctuaties in de vraag naar loodsdiensten ook binnen de periode van één jaar aanzienlijk kunnen zijn, alhoewel ACM niet uit wil sluiten dat dit met name veroorzaakt wordt door de buitengewone economische omstandigheden van de achterliggende periode. De financiële risico's die daaruit mogelijk voortvloeien moeten worden afgezet tegen het volgende.
149. Het volumerisico dat voor rekening komt voor het Loodswezen is niet uniek. Ook voor veel andere gereguleerde ondernemingen, bijvoorbeeld voor ondernemingen die energiedistributie verzorgen, geldt dat de volumeverschillen (verschil tussen raming en realisatie) voor rekening van de onderneming komen. In vergelijking met andere gereguleerde bedrijven kan mogelijk worden gesteld dat het volumerisico voor het

Besluit

Loodswezen zelfs kleiner is dan in de genoemde sectoren. Zoals het Loodswezen zelf ook aangeeft, dient het risicoprofiel van het Loodswezen in samenhang met de reguleringssystematiek te worden gezien. In geval van het Loodswezen is dit een *cost-plussysteem*. Dit betekent dat de reguleringssystematiek het Loodswezen in staat stelt om zijn kosten terug te verdienen, plus een redelijk rendement.

150. Het *cost-plussysteem* heeft tevens tot gevolg dat de risico's in samenhang met het bereiken van efficiëntie beperkt zijn. ACM kan slechts afwijken van het tariefvoorstel van het Loodswezen indien zij kan onderbouwen dat het voorstel niet bijdraagt aan het bereiken van de meest efficiënte werkwijze. Voor de bedrijven in de water- en energiesector die in de referentiegroep zijn opgenomen geldt over het algemeen *pricecap*-regulering waardoor dergelijke ondernemingen een efficiëntietarget opgelegd krijgen die zij zelf nog moeten zien te verwezenlijken. Dit leidt mogelijk tot een hoger risico voor gereguleerde bedrijven in de water- en energiesector dan dat voor het Loodswezen.
151. De korte duur van de reguleringsperiode van het Loodswezen is ook een factor van belang voor het volumerisico. Het Loodswezen heeft prognoses van één jaar vooruit, de energie- en drinkwatersector veelal drie tot vijf jaar. De grotere schommelingen in volumes leiden voor het Loodswezen mogelijk tot een grotere afwijking tussen raming en realisatie voor één jaar, maar voor de andere twee sectoren is er een opwaarts risico in de afwijkingen door de langere reguleringsperiode. Bij een langere planningshorizon zijn de onzekerheden immers groter. Ook dit kan leiden tot een risico dat bij gereguleerde bedrijven uit de drinkwater- en energiesector juist hoger is dan in het geval van het Loodswezen.
152. De citaten die het Loodswezen aanhaalt uit eerdere besluiten van ACM, maken de beoordeling door ACM niet anders.⁴⁴ Deze citaten hebben de strekking dat het volumerisico niet geheel op de afnemers mag worden afgewenteld. In het kader van de WACC is er, anders dan het Loodswezen lijkt te veronderstellen, niet vanuit gegaan dat het Loodswezen geen enkel volumerisico loopt maar dat dit risico beperkt is in vergelijking met niet-gereguleerde ondernemingen, wat in lijn is met de genoemde citaten.
153. Gelet op het voorgaande is ACM van oordeel dat het Loodswezen, net als in het bestreden Besluit, in overwegende mate vergeleken moet worden met bedrijven uit gereguleerde sectoren. Wel is bij de behandeling van het bezwaar duidelijk geworden dat de fluctuaties in de vraag naar loodsdiensdiensten ook binnen de periode van één jaar aanzienlijk kunnen zijn. Dit kan er op duiden dat het Loodswezen een volumerisico kent dat enigszins hoger is dan dat van bedrijven in de drinkwater- en energiesector. ACM wil hiermee rekening houden door de weging binnen de referentiegroep van gereguleerde bedrijven enerzijds en bedrijven uit de maritieme sector anderzijds in beperkte mate aan

⁴⁴ Bezwaarschrift, randnummer 8.22.

Besluit

te passen. ACM stelt deze verhouding in dit besluit vast op 60% voor de gereguleerde bedrijven in de water- en energiesector en 40% voor de bedrijven uit de maritieme sector.

154. ACM concludeert dat de grond ten dele doel treft. Bij de vaststelling van de WACC zal ACM bij de berekening van de Bèta het aandeel van de maritieme sector in de referentiegroep vaststellen op 40 procent.

Kosten kunnen elk jaar aangepast worden/relatief laag niveau aan vaste lasten

155. Het Loodswezen kan zich niet verenigen met de overweging van ACM dat de kosten elk jaar aangepast kunnen worden en dat er een relatief laag niveau aan vaste lasten bestaat.
156. Naar aanleiding hiervan overweegt ACM dat het grootste deel van de kosten van het Loodswezen variabel is. Meer dan de helft van de kosten die in de tarieven worden verdisconteerd, worden gevormd door de arbeidsvergoeding van de loodsen en andere kosten met een variabel karakter, zoals salarissen van personeel, brandstof etc. Deze kosten kunnen door het Loodswezen jaarlijks aangepast worden waarbij deze aanpassing met maximaal één jaar vertraging in de tarieven doorwerkt. Dit wordt bijvoorbeeld bevestigd in de uitspraak van het CBb van 5 september 2013, waarin wordt overwogen dat het Loodswezen het aantal geraamde beschikbaarheidsuren moet laten meebewegen met de vraag.⁴⁵
157. Niet valt in te zien waarom de mogelijkheid deze kosten jaarlijks aan te passen gelegen is in de specifieke organisatievorm van het Loodswezen. Ook als het Loodswezen niet uit maatschappen zou bestaan, bestaat de mogelijkheid om het Loodswezen te vergoeden op basis van geraamde directe uren en indirecte uren (waaronder de beschikbaarheidsuren). Er is geen reden om aan te nemen dat die flexibiliteit bij een andere organisatievorm niet zou bestaan en er was daarom ook geen aanleiding om dit nader te onderzoeken.
158. ACM concludeert dat deze bezwaargrond van het Loodswezen niet slaagt.

Keuze van de samenstelling van de referentiegroep maritieme sector

159. Het Loodswezen is van oordeel dat, anders dan ACM gedaan heeft, in de referentiegroep ook maritieme bedrijven van buiten Europa kunnen worden opgenomen. Zij wijst daarbij met name op het gegeven dat de maritieme sector internationaal georiënteerd is.
160. ACM volgt het Loodswezen niet in zijn argumentatie. Naar het oordeel van ACM is niet het scheepvaartvolume tussen bijvoorbeeld China en Nederland of de internationale oriëntatie van de betreffende bedrijven relevant, maar de macro-economische omstandigheden waarin de bedrijven opereren en de wijze waarop deze omstandigheden

⁴⁵ CBb 6 december 2010, ECLI:NL:CBB:2010:BO6669, r.o. 3.3.4.

Besluit

in de winst van de betreffende onderneming doorwerken. Deze omstandigheden bepalen het risicoprofiel van de betreffende ondernemingen. Door Brattle worden de macro-economische omstandigheden van bedrijven die werkzaam zijn in China anders ingeschat dan die van bedrijven die in Europa actief zijn. Daarom zijn Europese bedrijven beter vergelijkbaar.

161. Brattle Group heeft in de referentiegroep maritieme sector – die beperkt was tot Europa en de VS - slechts twee bedrijven opgenomen. Dit kleine aantal is de consequentie van de toepassing van een aantal strenge criteria die Brattle Group heeft toegepast om het risicoprofiel van de referentiegroep zoveel mogelijk overeen te laten komen met dat van het Loodswezen. ACM acht de omvang van de door Brattle Group samengestelde referentiegroep voor de maritieme sector beperkt, maar niettemin acceptabel, omdat deze referentiegroep voor een beperkt deel (minder dan de helft) de *asset bèta* bepaalt. ACM ziet dan ook geen aanleiding om de referentiegroep maritieme bedrijven aan te passen.
162. ACM concludeert dat deze bezwaargrond van het Loodswezen niet slaagt.

4.5.3 Effect op de gearing

163. Bij de beoordeling van het bezwaar heeft ACM geconstateerd dat de *gearing* in het bestreden Besluit uitsluitend bepaald is aan de hand van de *gearing* van bedrijven uit de drinkwater- en energiesector. ACM acht dit niet consistent met de samenstelling van de referentiegroep zoals deze in paragraaf 4.5.2 van het bestreden Besluit is samengesteld. Hierin zijn immers ook bedrijven uit de maritieme sector opgenomen; deze kennen een afwijkende gearing.
164. In dit besluit wordt de gearing bepaald aan de hand van de gearing zoals deze geldt voor de voornoemde referentiegroepen. Voor de water- en energiebedrijven bedraagt de gearing respectievelijk 50% en 47%. Voor de maritieme sector is de gearing 21%. Rekening houdend met de weging binnen referentiegroep van bedrijven in de water- en energiesector (beiden 30%) en de maritieme sector (40%) bedraagt de gewogen gemiddelde gearing dan 38%. Deze gearing is het uitgangspunt voor de berekening van de WACC.

Besluit

5 Hernieuwde vaststelling van de vermogenskostenvoet

165. ACM stelt de vermogenskostenvoet voor het Loodswezen als bedoeld in artikel 2.9, zesde lid, van het Besluit markttoezicht registerloodsen als volgt vast.

WACC	
RFR (nominal) %	2,50%
Debt Premium %	1,65%
Debt issuance costs	0,15%
Cost of debt %	4,30%
ERP %	5,00%
Asset beta	0,542
Total beta	0,75
Cost of equity (post tax) %	6,26%
Opslag niet-systematisch risico	0,00%
Cost of equity (post tax) incl NSR %	6,26%
Gearing %	38,00%
Tax %	36,50%
Cost of equity before tax	9,87%
Pre-tax WACC (nominal) %	7,75%

166. ACM stelt daarmee de vermogenskostenvoet, afgerond op één decimaal, vast op 7,8 procent.

Besluit

6 Dictum

167. ACM verklaart het bezwaar van het Loodswezen tegen het besluit van 23 april 2013 gegrond, voor zover dit gericht was tegen de periode waarvoor het besluit was vastgesteld, de samenstelling van de referentiegroep zoals deze gehanteerd is voor het de bepaling van de kostenvoet voor het vreemd vermogen en het eigen vermogen en het gehanteerde belastingpercentage en herroep in zoverre het bestreden Besluit. Voor het overige wordt het bezwaar verworpen.
168. ACM ziet aanleiding om de gehanteerde gearing ambtshalve te herzien.
169. ACM stelt de vermogenskostenvoet voor het Loodswezen als bedoeld in artikel 2.9, zesde lid, van het Besluit markttoezicht registerloodsen vast op 7,8 procent.

Den Haag,

De Autoriteit Consument en Markt,
namens deze:

Wg 22 mei 2014

Dr. F.J.H. Don
Bestuurslid

Beroepsmogelijkheid

Tegen dit besluit kan degene, wiens belang rechtstreeks bij dit besluit is betrokken, binnen zes weken na de dag van bekendmaking een gemotiveerd beroep schrift indienen bij de Rechtbank te Rotterdam, sector bestuursrecht, Postbus 50951, 3007 BM, Rotterdam.

35/35