

Bestuursrechtelijke toetsing van tariefreguleringsprocedures

Een analyse van de coherentie en consistentie in de jurisprudentie van het College van Beroep voor het bedrijfsleven over de *Weighted Average Cost of Capital*

M.R. Tjon Akon*

June 11, 2017

*LL.M., University of Chicago Law School, 2014; LL.M., Universiteit van Amsterdam, 2013; MSc. Finance, Rotterdam School of Management, 2009. Ik zou graag het bestuur van het College van Beroep voor het bedrijfsleven willen bedanken om in het kader van mijn toelating tot de Balie van New York, dit onderzoek te mogen uitvoeren. Mijn dank gaat tevens uit naar Heico Kerkmeester, Ron Stam en Mariëlle van der Weele voor hun uitstekende begeleiding. Voor distributie van dit rapport aan personen die niet werkzaam zijn bij het College van Beroep voor het bedrijfsleven is toestemming van de auteur vereist (m@melvintjonakon).

Contents

1	Inleiding	4
1.1	Probleemstelling	4
1.2	Onderzoeksvraag	4
1.3	Opbouw	5
2	WACC en tariefregulering	6
2.1	Tariefregulering: uitgangspunten	6
2.2	Tariefregulering in de energiemarkt	6
2.3	Knelpunten	7
2.4	Tariefregulering in de telecommunicatiemarkt	8
2.5	Tussenconclusie	8
3	Weighted Average Cost of Capital (WACC)	9
3.1	Model en uitgangspunten	9
3.2	Kostenvoet vreemd vermogen	9
3.3	Kostenvoet eigen vermogen	10
3.4	Gearing	12
3.5	Belasting	12
3.6	Inflatie	13
3.7	Rekenvoorbeeld	13
3.8	Tussenconclusie	13
4	Methodologie	14
4.1	Consistentie en coherentie in bestuursrechtelijke jurisprudentie	14
4.1.1	Consistentie en coherentie: begripsomschrijving	14
4.1.2	Consistentie en bestuursrechtspraak	14
4.2	Overwegingen	15
4.3	Onderzoeksmethoden	15
4.3.1	Jurisprudentieonderzoek	15
4.3.2	Analytische methoden	15
5	Rechtspraak	16
5.1	Algemene uitgangspunten	16
5.2	Beoordelingsruimte van het bestuursorgaan	17
5.3	Kostenvoet vreemd vermogen	21
5.3.1	Risicovrije rente	21
5.3.2	Risico-opslag: risicoprofiel en vergelijkingsgroep	23
5.4	Kostenvoet eigen vermogen	26
5.4.1	Marktrisicopremie	26
5.4.2	Bèta	26
5.5	Algemene Opslagen: Benchmarking	28
5.6	Algemene Opslagen 2: Investerings in infrastructuur	29
5.7	Algemene Opslagen 3: Kapitaalverschaffers	30
5.8	Algemene Opslagen 4: Omissies	31
5.9	Belastingen	32
5.10	Tussenconclusie	33
6	WACC en negatieve rentes	34
6.1	Standpunten van deskundigen	34
6.2	Standpunten van toezichthouders	34
6.3	Tussenconclusie	35
7	Conclusies en aanbevelingen	36
7.1	Conclusies	36
7.1.1	Consistentie en coherentie	36
7.1.2	Negatieve rentes	36
7.2	Aanbevelingen	36

8	Appendix A: Jurisprudentie	38
9	Appendix B: Figuren	39

1 Inleiding

Het doel van dit rapport is de evaluatie van de consistentie en coherentie van de jurisprudentie gewezen door het College van Beroep van het bedrijfsleven (hierna: “CBb”, “het College”) met betrekking tot de rechtmatigheidstoetsing van besluiten waarin het bestuursorgaan de kapitaalkosten in het kader van tariefregulering vaststelt. Het aspect van de toetsing dat in dit rapport central staat, is de vaststelling van kapitaalkosten aan de hand van de *Weighted Average Cost of Capital* (hierna: “WACC”) methode (kapitaalkosten).

1.1 Probleemstelling

De aanleiding voor dit rapport is de behoefte aan systematisering en evaluatie van de rechtsregels die voortvloeien uit de uitspraken, waarin het CBb een beroep tegen een bij besluit vastgestelde WACC in het kader van tariefregulering beoordeelt. Zoals blijkt uit figuur 3 in Appendix B, is deze groep uitspraken over de afgelopen jaren sterk in omvang toegenomen. Tegelijkertijd wordt er in de rechtswetenschappelijke literatuur relatief weinig aandacht besteed aan deze jurisprudentie en is de systeempositie van de uitspraken van 2015 nog nauwelijks toegelicht.

Systematisering en evaluatie van de rechtspraak is noodzakelijk om de kenbaarheid van het tariefreguleringskader te verbeteren en de voorspelbaarheid van besluiten te verhogen. Door de veelheid aan belangen die de wetgever met het tariefreguleringskader tracht te behartigen, is de besluitvorming en rechterlijke toetsing op dit gebied vaak complex. De Nederlandse Mededingingsautoriteit (voorheen toezichthouder op de gas- en elektriciteitsmarkten) concludeerde ten aanzien van WACC-gerelateerde jurisprudentie: “Enkele onderdelen in het systeem van tariefregulering kunnen worden verbeterd. Het systeem van tariefregulering is complex en de belangen zijn zowel groot als tegengesteld. Dit leidt tot langdurige juridische procedures die gepaard gaan met onzekerheid over de hoogte van de tarieven, hetgeen zowel door de NMa als door de energiesector als een probleem wordt ervaren. De oorzaak hiervan ligt vooral in de grote hoeveelheid besluiten die op grond van het systeem van tariefregulering worden genomen en in de onderlinge afhankelijkheid van al deze besluiten. Hierdoor duurt het in geval van beroepsprocedures jaren voordat duidelijk is wat de hoogte van een tarief in enig jaar had moeten zijn. Een positieve ontwikkeling hierbij is dat door het uitkristalliseren van de tariefregulering en een voortvarende aanpak van het College van Beroep voor het bedrijfsleven reeds een positieve ontwikkeling is ingezet. Stabiliteit en voorspelbaarheid in het systeem van tariefregulering is erg belangrijk.”¹ Een betere kenbaarheid en een verhoogde voorspelbaarheid zouden het aantal juridische procedures en de gemiddelde duur van deze procedures, kunnen reduceren.

Een andere aanleiding voor dit rapport is de huidige situatie op de financiële markten. In de laatste jaren is de rente op staatobligaties uitgegeven door een aantal Europese overheden, gedaald tot nabij en zelfs onder het nulpunt. Deze rente wordt bij de vaststelling van de WACC gebruikt om de risicovrije rente te bepalen. Een negatieve rente kan de hoogte van de WACC sterk beïnvloeden, hetgeen gevolgen heeft voor tariefregulering.

1.2 Onderzoeksvraag

De hiervoor gesignaleerde problemen geven aanleiding tot de volgende drie onderzoeksvragen:

1. Is de jurisprudentie van het CBb waarin het College de vaststelling van de WACC door het bestuursorgaan in het kader van tariefregulering onderwerpt aan een rechtmatigheidstoets, consistent en coherent?
2. Hoe kan het CBb omgaan met lage en negatieve rentes op staatsobligaties bij de vaststelling van de WACC?
3. Welke onderdelen zijn gewenst in de rechterlijke toetsing van besluiten waarin de WACC wordt vastgesteld, in het bijzonder van de door het bestuursorgaan gemaakte keuzes?

Afbakening van de onderzoeksvraag is noodzakelijk, gezien het tijdsbestek van het onderzoek en de vele aspecten die bij de rechterlijke toetsing van deze vaststellingsbesluiten een rol spelen. Buiten beschouwing blijven de toetsing van besluiten omtrent de operationele kosten (OPEX) in het kader van

¹NMa, Eindverslag Evaluatie Elektriciteitswet 1998 en Gaswet, Den Haag, april 2012, p. 7.

tariefregulering, de tariefberekening aan de hand van de x-factor en rekenvolumina, bestuursrechtelijke kwesties die zien op de motiveringsplicht van partijen en de appreciatie van het deskundigenoordeel door de rechter. Eveneens buiten het kader van dit onderzoek is een diepgaande analyse van de wetten en andere reguleringsinstrumenten van toepassing op elke gereguleerde markt. Deze onderwerpen zullen slechts worden aangestipt voor zover de bespreking voor een goed begrip van de onderliggende problematiek noodzakelijk is. Tot slot wil ik benadrukken dat dit rapport slechts dient als introductie tot de materie voor de generalist. Het rapport is geschreven door een jurist en financieel econoom die weliswaar veel affiniteit met economische regulering heeft, maar werkervaring op dit gebied ontbeert en geen verdiepingscursussen heeft gevolgd.

1.3 Opbouw

Dit rapport is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2 presenteer ik een beknopt overzicht van de achtergrond en kenmerken van tariefregulering binnen het wettelijk instrumentarium van toepassing op de gas-, electriciteit- en telecommunicatiemarkten. Een bespreking van de WACC en de wijze waarop deskundigen deze vermogenskostenvoet in de praktijk berekenen, volgt in paragraaf 3. Paragraaf 4 bestaat uit een bespreking van de methodologie. In paragraaf 5 analyseer ik de rechtspraak van het CBb, gevolgd door een uiteenzetting van de wijze waarop deskundigen en toezichthouders omgaan met negatieve rentes op staatsobligaties bij de berekening van de risicovrije rente als onderdeel van de WACC (paragraaf 6). Ik sluit af met conclusies en aanbevelingen (paragraaf 7).

2 WACC en tariefregulering

De WACC speelt een sleutelrol in de reguleringsmethodiek van verscheidene gereguleerde markten. Blijkens de jurisprudentie leidt de regulering van met name de elektriciteits-, gas- en telecommunicatiesectoren tot procedures voor het CBb.² In deze paragraaf bespreek ik kort de principes die ten grondslag liggen aan de op deze sectoren toepasselijke wetgeving.

2.1 Tariefregulering: uitgangspunten

Tariefregulering is in essentie een instrument om het handelen van ondernemingen in bepaalde sectoren te beïnvloeden. Dit instrument wordt doorgaans ingezet indien er in een markt (1) structureel of (2) *de facto*, geen sprake van (perfecte) concurrentie is of kan zijn. Immers, imperfecte concurrentie leidt tot inefficiënte prijsvorming. Een andere reden is dat de overheid bepaalde publieke goederen beschikbaar wil stellen en marktpartijen het aanbod moeten genereren.

Een situatie die wordt gekenmerkt door imperfecte concurrentie, is een *natuurlijk monopolie* (Joskow, 2007).³ Een natuurlijk monopolie ontstaat, onder meer, indien een onderneming een activiteit uitsluitend kan uitoefenen indien zij in bezit is van een vergunning en andere ondernemingen dezelfde activiteit niet in dezelfde (geografische) markt kunnen uitoefenen. Energiemarkten zijn doorgaans als natuurlijke monopolies aan te merken. De monopolist, gedreven door *winstmaximalisatie*, zal zijn diensten en producten aanbieden tegen een prijs die hoger ligt dan zijn marginale kostprijs en de prijs die leidt tot het hoogste sociaal nut (zie figuur 1).⁴ Tariefregulering voorkomt deze situatie door te bepalen dat het rendement van de monopolist niet meer dan de efficiënte kapitaalkosten (van een onderneming in de relevante markt) mag bedragen (“rate-of-return regulation”).⁵

In markten waarin een aantal aanbieders diensten en producten aanbieden (waarvoor al dan niet een vergunningsvereiste geldt), kan een onderneming een zodanig sterke positie verwerven dat deze feitelijk (*de facto*) als monopoliepositie valt aan te merken. Als voorbeeld dient de telecommunicatiemarkt, waarin een onderneming op een bepaalde deelmarkt over “marktmacht” kan beschikken of beschikt over een netwerk het gebruik waarvan hij anderen een willekeurig hoog tarief in rekening kan brengen. Om te voorkomen dat de door winstmaximalisatie gedreven monopolist zich zoals hiervoor beschreven gedraagt, kan de toezichthouder tariefregels opleggen aan de onderneming, waarbij wederom de efficiënte kapitaalkosten (mede) als maatstaf gelden.

Om de sociale voordelen van tariefregulering te kunnen benutten, moet de toezichthouder wel de kapitaalkosten kunnen vaststellen, hetgeen niet eenvoudig is. Ten eerste moet de toezichthouder de kapitaalkosten van de onderneming schatten.⁶ Ten tweede kunnen de kapitaalkosten dalen of stijgen gedurende de reguleringsperiode.⁷ Een te lage schatting van de kapitaalkosten kan leiden tot het faillissement van de onderneming, maar een te hoge schatting prikkelt de monopolist tot maatschappelijk inefficiënt gedrag.⁸ Deze “reguleringskosten” (Joskow, 2007) kunnen aanzienlijk oplopen en lopen nog hoger door de lange juridische procedures en onzekerheid omtrent de tarieven die pas na afloop van die procedures daadwerkelijk vast staan.⁹

2.2 Tariefregulering in de energiemarkt

Zowel in de Electriciteitswet 1998 als de Gaswet is bepaald dat de Minister de landelijk netbeheerder aanwijst en De Autoriteit Consument en Markt (ACM) op verzoek over de aanstelling als lokaal netbeheerder besluit.¹⁰ De ACM stelt na overleg met de gezamenlijke netbeheerders en representatieve

²Zie Appendix X voor een overzicht van de jurisprudentie.

³P.L. Joskow, Regulation of Natural Monopoly, in: A.M. Polinsky and S. Shavell, Handbook of Law and Economics, Elsevier 2007.

⁴Joskow 2007, *supra* note 3.

⁵Joskow, 2007, *supra* note 3.

⁶Dit is een probleem van *asymmetrische informatie*. Zie Lim en Yurukoglu, 2015.

⁷Dit is het probleem van *temporele inconsistentie*. Zie Lim en Yurukoglu, 2015.

⁸Zie onder meer H. Averech and L. Johnson, Behavior of the Firm Under Regulatory Constraint, The American Economic Review, 1962, 52(5), p. 1052-1069.

⁹NMa citaat, begin.

¹⁰Zie art. 10 Ew en art. 2 Gw.

organisaties van partijen op de electriciteitsmarkt ten aanzien van voornoemde taken, “inachtneming van het belang dat door middel van marktwerking ten behoeve van afnemers de doelmatigheid van de bedrijfsvoering en de meest doelmatige kwaliteit van het transport worden bevorderd en rekening houdend met het belang van voorzieningszekerheid, duurzaamheid en een redelijk rendement op investeringen, de methode vast tot vaststelling van de korting ter bevordering van de doelmatige bedrijfsvoering, de kwaliteitsterm en van het rekvolume van elke tariefdrager.”¹¹ Door de aanwijzing van netbeheerders, ontstaat er de gemengde economische orde van een publieke en private sector op de electriciteits- en gasmarkten een monopolioïde situatie, die niet Pareto-optimaal is,¹² omdat de ondernemers de macht hebben om winstgevendende prijzen te bepalen ten koste van consumenten.

De bedoeling van het reguleringssysteem in de Electriciteitswet 1998 en de Gaswet is “om bedrijven die zich in een monopolioïde situatie een prikkel te geven net zo doelmatig te handelen als bedrijven op een markt met concurrentie”, ter neutralisatie van voornoemde perverse prikkel.¹³ De verwijzing naar de bevordering van de “doelmatige bedrijfsvoering” en “meest doelmatige kwaliteit van het transport” door middel van marktwerking in voornoemde artikelen, slaan terug op deze reguleringsdoelstelling. Immers, in een markt met concurrentie betekent doelmatig handelen dat een bedrijf alleen die kosten maakt die noodzakelijk zijn en kunnen worden terugverdiend, inclusief een redelijk rendement op het daadwerkelijk geïnvesteerde vermogen voor de kapitaalverschaffers van het bedrijf. In de woorden van de wetgever: “Een bedrijf dat niet efficiënt handelt of meer dan een redelijk rendement uitkeert aan haar kapitaalverschaffers, zal in een concurrerende markt niet kunnen voortbestaan. Immers, de klanten van dit bedrijf zullen kiezen voor de goedkopere concurrent waar zij «meer waar voor hun geld krijgen».”¹⁴ Uit deze woorden blijkt dat de wetgever door middel van regulering de spelers in de monopolioïde markt zo economisch efficiënt mogelijk wil laten opereren, zowel ten aanzien van operationele kosten (efficiëntie) als kapitaalkosten (redelijk rendement in plaats van monopoliewinsten).¹⁵ Deze door de wetgever geformuleerde beginselen, d.w.z. het *kapitaalverschaffersbeginsel* en het *doelmatigheidsbeginsel*, komen ook in de rechtspraak naar voren. De WACC dient als rekenmethodiek om deze kapitaalkosten in de praktijk te berekenen.

2.3 Knelpunten

Het is van belang te onderkennen dat de wetgever met de bovenstaande wetten, met name met betrekking tot de electriciteits- en de gasmarkten, *meerdere* doelstellingen poogt te realiseren die niet altijd verenigbaar zijn.¹⁶ Enerzijds beoogt de wetgever de concurrentie te bevorderen, hetgeen met zich brengt dat het normrendement gelijk wordt gesteld aan de efficiënte financiering van de gereguleerde onderneming. Anderzijds streeft de wetgever naar een doelmatige bedrijfsvoering van de gereguleerde ondernemingen bij de vervulling van een semi-publieke taak. Hiervoor zijn investeringen vereist en het normrendement moet daarvoor de nodige ruimte bieden. In de praktijk zal de toezichthouder ook trachten om de WACC zodanig vast te stellen dat het risico op onvoldoende investeringen (“underinvestment risk”) te minimaliseren.¹⁷ Zoals uit paragraaf 5 blijkt, liggen aan deze doelstellingen verschillende beginselen ten grondslag. Ter bevordering van de coherentie in de jurisprudentie, is het van belang deze beginselen uitdrukkelijk ten grondslag van het toetsingskader te leggen.

¹¹Art. 41 lid 1 Ew, art. 81 lid 1 Gw.

¹²Consumenten zijn immers bereid om tegen hore prijzen dan de marginale kosten van energieproductie af te nemen, waardoor voor ondernemers een economische prikkel bestaat om prijzen hoger dan deze marginale kosten vast te stellen en op een suboptimaal niveau te produceren. Zie A. Heertje, *Economie*, Vlaardingen: De Echte Kern 2014, hoofdstuk 7 (Welvaartstheorie).

¹³Zie Kamerstukken II 2002-2003, 28174, nr. 28 p. 13; ECLI:NL:CBB:2009:BK1790, r.o. 4.1.

¹⁴Ibid. Ik merk op dat de wetgever hier uitgaat van een markt met *volledige* concurrentie.

¹⁵Ibid. Kapitaalkosten worden ook wel *capital expenditures* of CAPEX genoemd, en vormen met de operationele kosten (*operational expenditures*, OPEX) de economische kosten van deze gereguleerde ondernemingen. Zie ECLI:NL:CBB:2009:BK1790 r.o. 4.4.1

¹⁶Zie ook Department for Business Innovation and Skills, “Principles of Economic Regulation”, April 2011, p. 5.

¹⁷Vgl. Oxera, “Aiming high in setting the WACC: framework or guesswork”, March 2015, www.oxera.com

2.4 Tariefregulering in de telecommunicatiemarkt

Het reguleringssysteem van toepassing op de telecommunicatiesector verschilt van het kader van toepassing op de electriciteits- en gasmarkten. De voornaamste reden voor het verschil is dat er in de telecommunicatiesector geen sprake is van een door aanwijzing of besluit ontstane monopolioïde situatie. Een telecomaandbieder treedt tot de markt toe na mededeling en registratie.¹⁸ Blijkt uit onderzoek van de ACM dat een “relevante markt” niet “daadwerkelijk concurrerend” is en dat dat een onderneming op die markt beschikt over een aanmerkelijke marktmacht,¹⁹ dan kan de ACM aan deze onderneming diverse verplichtingen opleggen. Een van deze verplichtingen is tariefbeheersing. Indien uit een marktanalyse blijkt dat de betrokken exploitant de prijzen door het ontbreken van werkelijke concurrentie op een buitensporig hoog peil kan handhaven of de marges kan uithollen, in beide gevallen ten nadele van de eindgebruikers, kan ACM aan de onderneming verplichtingen opleggen betreffende het beheersen van de te rekenen tarieven of kostentoe rekening voor toegang.²⁰ Deze verplichting kan kostengeoriënteerd zijn, d.w.z. een weerslag vormen van de aan de dienstverlening ten grondslag liggende relevante kosten en investeringen, vermeerderd met een redelijke winstopslag.²¹ De redelijke winstopslag houdt in dat OPTA de tarieven van een partij met aanmerkelijke meerderheidsmacht zodanig mag reguleren dat deze tarieven zich op een niveau bevinden als op een volledig concurrerende markt zou worden bereikt.²² Het kostengeoriënteerde tarief dat de onderneming in rekening dient te brengen, is dan gelijk aan de WACC.

2.5 Tussenconclusie

Het regels van toepassing op de energie- en de telecommunicatiesector vertonen belangrijke overeenkomsten en verschillen, die hun oorsprong vinden in de economische fysiologie van de sectoren. Energiemarkten zijn natuurlijke monopolies, waarin de ondernemingen wel of niet efficiënt opereren en de toezichthouder de hypothetisch efficiënte maatstaf moet vaststellen. De telecomsector is in beginsel een competitieve markt, maar een onderneming kan aanmerkelijke marktmacht verwerven. Deze onderneming kan in veel gevallen efficiënt opereren, waardoor de toezichthouder voor de vaststelling van de WACC bij de daadwerkelijke kosten van de onderneming kan aansluiten. De methodiek om de WACC te bepalen is in beiden markten grotendeels hetzelfde.]

¹⁸Artt. 2.1-2.4 Tw

¹⁹Zie art. 6a.1 Tw. De onderneming heeft een aanmerkelijke marktmacht indien zij alleen of tezamen met andere ondernemingen over een economische kracht beschikt die haar in staat stelt zich in belangrijke mate onafhankelijk van haar concurrenten, klanten en uiteindelijk consumenten te gedragen, zie art. 1.1 sub s Tw.

²⁰Art. 6a.7 lid 1 Tw.

²¹ECLI:NL:CBB:2011:BR6195, r.o. 4.8.3.2 en 16.7.1.

²²ECLI:NL:CBB:2011:BR6195, ECLI:NL:CBB:2010:BM5564.

3 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

In de financiële sector en academische wereld, is de *Weighted Average Cost of Capital* de standaardmethode om de financieringskosten van een onderneming te berekenen.²³

3.1 Model en uitgangspunten

De formule van de WACC luidt als volgt:

$$WACC = (D/(E + D)) * K_d * (1 - T_c) + (E/(E + D)) * K_e \quad (1)$$

De berekening van de WACC bestaat uit de volgende componenten: de verhouding (gearing) tussen de marktwaarde van het vreemd vermogen ((D) en de ondernemingswaarde (V), kostenvoet vreemd vermogen (K_d), het marginale vennootschapsbelastingstarief (T_c), de verhouding tussen de marktwaarde van het eigen vermogen (E) en de ondernemingswaarde (V, ofwel de marktwaarden van het eigen vermogen en het vreemd vermogen tezamen), en de kostenvoet eigen vermogen (K_e).²⁴ Alvorens nader de componenten van de WACC te bespreken, bespreek ik de aannames die aan het model ten grondslag liggen. Het basis WACC-model is gebaseerd op de assumpties dat:

1. de analyst de *opportunity costs* van alle vermogensverschaffers in de berekening heeft betrokken;
2. het verwachte rendement (i.e. de kostenvoet) op het vreemd vermogen en eigen vermogen met de marktwaarde wordt vastgesteld;
3. de financieringsstructuur van de onderneming gedurende de berekeningsperiode niet wijzigt (*rebalancing*);
4. het risicoprofiel van de onderneming ongewijzigd blijft;
5. het vreemd vermogen en eigen vermogen generieke eigenschappen hebben;
6. alle parameters betrekking hebben op dezelfde referentieperiode gemeten tegen dezelfde peildatum;
7. de WACC-parameters de daadwerkelijke kosten van de vermogensverschaffers betreffen.²⁵

In de volgende subparagrafen ga ik kort in op de parameters van de WACC. Bij de bespreking moet men realiseren dat het WACC-model gebaseerd is op stevige aannames die in de praktijk niet altijd stand houden.²⁶ Het is dus altijd noodzakelijk om het gebruik van deze modellen van uitgebreide motivering te voorzien.

3.2 Kostenvoet vreemd vermogen

De kostenvoet vreemd vermogen (*cost of debt*) is het marginale rendement dat de onderneming op de lange termijn voor het vreemd vermogen moet betalen. Met andere woorden, het rendement dat verschaffers van vreemd vermogen (leningen, obligaties) verwachten gedurende een bepaalde periode in de gegeven marktomstandigheden. Deze kostenvoet wordt bepaald aan de hand van twee parameters: de risicovrije rente en een rente-opslag.

De risicovrije rente is de rente bepaald aan de hand van een risicovrij instrument dat verkrijgbaar is op de financiële markten, in de regel staatsobligaties. De deskundige dient daarbij een keuze maken voor (1) een overheid, en (2) een bepaalde looptijd. Aangezien bij leningen aan ondernemingen het risico bestaat dat de uitgevende instantie de aflossingen en rentekosten niet kan betalen en uiteindelijk failliet wordt verklaard, eisen investeerders een extra compensatie in de vorm van een opslag als compensatie voor dit risico. De kredietwaardigheid van de onderneming die zelf niet wordt beoordeeld

²³In dit rapport wordt met de begrippen “kapitaalkosten” en “financieringskosten” hetzelfde bedoeld.

²⁴T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey and Company, Fifth Edition, New Jersey: John Wiley and Sons 2010 (KGW 2010), p.237; R. Thomas, B. Gup, *The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners*, New Jersey: John Wiley and Sons 2010 (TG 2010), p. 213.

²⁵Zie over rebalancing, R. Brealey, S. Myers, F. Allen, *Principles of Corporate Finance*, 9th edition, 2008.

²⁶Zie voor een uitgebreide kritiek over de WACC, E.F. Fama en K.R. French, “The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence”, *Journal of Economic Perspectives* 18(3), 2004, p. 25-46.

door kredietbeoordelaars, wordt beoordeeld aan de hand van een vergelijkingsgroep.²⁷

De risico-opslag wordt berekend aan de hand van het rendement gedurende de resterende looptijd (*yield to maturity*, YTM) op obligaties uitgegeven door vergelijkbare bedrijven met een bepaalde kredietwaardigheid (d.w.z. met een bepaalde *credit rating*). Deze twee parameters verhouden zich als volgt tot de kostenvoet vreemd vermogen:

$$r_d = r_f + \text{spread} \quad (2)$$

waarbij r_d staat voor de kostenvoet vreemd vermogen, r_f staat voor de risicovrije rente en de “spread” gelijk is aan de gemiddelde YTM van een groep obligaties minus de risicovrije rente feite hetzelfde.²⁸

Aangezien in de regel uitsluitend wordt gekozen voor *investment-grade* (kredietwaardige) bedrijven, wordt doorgaans aangenomen dat de kans op faillissement nagenoeg afwezig is.²⁹ Op grond van die keuze wordt alleen het marktrisico in de analyse betrokken. De bovenstaande formule kan om deze reden ook als volgt worden geschreven:

$$K_d = E(R_d) = r_f + \beta_D * MRP \quad (3)$$

Uit deze herschrijving blijkt de relatie tussen de risicovrije rente, het specifieke risico van de investment grade obligaties β_D en de marktrisicopremie (MRP) beter. De opslag is in feite een vergoeding voor het extra risico dat verschaffers van vreemd vermogen aan de onderneming lopen.³⁰ De bovenstaande kostenvoet wordt ook wel de *pre-tax* kostenvoet genoemd. Zoals blijkt uit de vorige paragraaf, wordt in de uiteindelijke berekening van de WACC de kostenvoet verminderd met de vennootschapsbelasting.³¹

3.3 Kostenvoet eigen vermogen

De kostenvoet eigen vermogen is het rendement dat de aandeelhouders van de onderneming verwachten gedurende een bepaalde periode in de gegeven marktomstandigheden. De bepaling van de kostenvoet eigen vermogen geschiedt doorgaans aan de hand van het CAPM model.³² Hoewel er meerdere modellen bestaan om het verwachte rendement van het eigen vermogen te bepalen, wordt bij waarderingen in het kader van tariefregulering voornamelijk het CAPM model gebruikt.³³ Met het CAPM model wordt de prijs van een financieel instrument (of effect) vastgesteld. Het CAPM is gebaseerd op de aanname dat de rationele investeerder (die in beginsel gelijk staat aan de markt) voor elke investering met een hoger risicoprofiel ((standaarddeviatie, σ)) is dan een investering in staatsobligaties (de “risico-vrije” rente), een extra rendement (\bar{r}) verwacht. Aangezien de rationele investeerder een hogere compensatie verwacht naarmate het risico van de effecten-portefeuille hoger ligt, bestaat er een positieve relatie tussen rendement en risico. De investeerder kan dus elke portefeuille in een diagram met een opwaartse lijn (*Capital Market Line*) positioneren, gekenmerkt door de formule:

$$\bar{r} = r_f + \left(\frac{\bar{r}_m - r_f}{\sigma_m} \right) \sigma \quad (4)$$

²⁷Bekende kredietbeoordelaars zijn Standard and Poor’s (standardandpoors.com), Moody’s (moody.com) en Fitch (fitchratings.com).

²⁸KGW 2010, p. 261; TG 2010, p. 213. Zie voor een voorbeeld uit de praktijk Brattle Report 2013, p. 13-15. ACM rekent in het methodenbesluit Tennet vanaf 2014 verhoogt ACM deze opslag met een extra opslag voor transactiekosten, zie 104065/242.

²⁹KGW 2010, p. 261; Europe Economics, “Cost of Capital for Mobile, Fixed Line and Broadcasting Price Controls Report for ComReg”, april 2014 (EE 2014), p. 8

³⁰Vgl. ACM, Bijlage 104065/242, p. 11.

³¹KGW 2010, p. 265; TG, p. 210. Vgl. Brattle Report 2013, p. 2.

³²Dit model wordt ook wel het Sharpe-Lintner CAPM model genoemd, naar de economen die het model voor het eerst introduceerden in de academische literatuur. Zie J. Lintner, “The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets”, *Review of Economics and Statistics* (1965), 47 (1), 13–37; W.F. Sharpe, “Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk”, *Journal of Finance* (1964), 19(3), 425–442.

³³De bespreking van alternatieve CAPM-modellen valt buiten het bestek van deze studie. Lees E. F. Fama en K.R. French, “Common risk factors in the returns on stocks and bonds”, *Journal of Financial Economics* 33(3), 1993 (introdactie van twee extra risicovariabelen, SML en HML); E. F. Fama en K.R. French, “A Five-Factor Asset Pricing Model”, 2014, Fama-French Working paper (introdactie van twee extra risicovariabelen RMW en CMA); A. Kraus and R. Lizenberger, “Skewness preference and the valuation of risk assets”, *Journal of Finance* 1976(4)(introdactie van skewness (derde moment) in het model); H. Fang en T. Lai, “Co-kurtosis and capital asset pricing”, *The Financial Review*, 32, 1997 (introdactie van kurtosis (vierde moment) in het model). Ook het Dividend Growth Model en het Residual Income model, laat ik hier buiten beschouwing.

Het rendement (\bar{r}) dient dus gelijk te zijn aan de risicovrije rente vermeerderd met een risico-opslag, die afhankelijk is van het marktrisico (m). Na een eenvoudige herschrijving van de formule, kan de relatie tussen risico en extra compensatie de CAPM voor elke asset i als volgt worden beschreven:

$$\bar{r}_i - r_f = \beta_i(\bar{r}_m - r_f) \quad (5)$$

De β van asset i bepaalt de investeerder als volgt:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{m,i}}{\sigma_m^2} \quad (6)$$

Met andere woorden, de kostenvoet eigen vermogen wordt bepaald aan de hand van de volgende formule:

$$K_e = E(R_i) = r_f + \beta_i(E(R_m) - r_f) \quad (7)$$

waarbij $E(R_i)$, r_f , β_i en $E(R_m)$ voor respectievelijk het verwachte rendement op het aandeel i , de risicovrije rente, de gevoeligheid van het aandeel i voor marktfluctuaties (ook *bèta* genoemd) en het verwachte rendement van de gehele marktportfolio (marktriscopremie) staan.³⁴

De marktriscopremie is de gemiddelde risico-opslag die aandeelhouders eisen voor belegging in aandelen (ook wel *systemic risk* genoemd). Deze risico-opslag wordt elk jaar berekend door een groep financiële economen en hun database wordt zowel door deskundigen uit de praktijk als academici veelvuldig geraadpleegd.³⁵

Bèta is een parameter die staat voor het specifieke risico van een sector of onderneming ten opzichte van de markt. Dit wordt ook wel *diversifiable risk* genoemd, ofwel het risico dat een investeerder door diversificatie (spreiding van het vermogen over door een groot aantal financiële instrumenten in de portfolio op te nemen) zou kunnen mitigeren. Zoals hierboven beschreven, wordt de bèta berekend door de covariantie van het marktrendement en het rendement op aandelen van een onderneming of groep ondernemingen van een bepaalde sector, te delen door de variantie van het marktrendement.

Deze bèta wordt de *asset-bèta* (*levered beta*, markt-bèta) genoemd en houdt geen rekening met de financieringsstructuur van de onderneming of de toepasselijke vennootschapsbelasting.³⁶ De relatie tussen de *levered beta* en de voor deze factoren gecorrigeerde bèta (*unlevered beta* of *equity beta*) wordt weergegeven door de volgende formule:³⁷

$$\beta_l = \beta_u \left(1 + \frac{D}{E}(1 - \tau)\right) \quad (8)$$

Een eenvoudige omschrijving levert de vereiste formule op:

$$\beta_u = \left(\frac{1}{1 + (1 - \tau)(D/E)}\right) \beta_l \quad (9)$$

De β_u in de bovenstaande formule transformeert het marktrendement dus in het rendement dat de aandeelhouder van de desbetreffende onderneming verwacht. Het is belangrijk om te onderkennen dat het verwachte rendement $E(R)$ in het CAPM model niet direct waargenomen kan worden, maar door middel van aannames en marktprijzen moet worden geschat.³⁸

³⁴KGW 2010, 239. Zie voor een voorbeeld uit de praktijk: D. Harris, B. Villadsen en J. Stirzaker “The WACC for the Dutch TSOs, DSOs, water companies and the Dutch Pilotage Organisation”, 4 maart 2013 (Brattle Rapport 2013), p. 2.

³⁵Zie E. Dimson, P. Marsh and M. Stauton, “Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2015”, Zurich: Credit Suisse AG 2015.

³⁶Vgl. ECLI:NL:CBB:2009:BK1790, r.o. 4.4.2.

³⁷Deze vergelijking wordt de *Hamada* vergelijking genoemd, naar bedenker Robert Hamada, zie R.S. Hamada, “The Effect of the Firm’s Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stock”, *Journal of Finance* 27, 1972, p. 435-452. Er zijn enkele modificaties van deze formule maar de bespreking van deze modellen voert buiten het bestek van dit rapport. Zie R.S. Harris and J.J. Pringle, “Risk-Adjusted Discount Rates Extensions form the Average-Risk Case”, *Journal of Financial Research*, 1985, p. 237-244; J.A. Miles and J.R. Ezzel, “The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life: A Clarification”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1980, p. 719-730. Voor een algemene begrip van de relatie met de financieringsstructuur, F. Modigliani and M.H. Miller, “The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, 1958, p. 261-97.

³⁸Er wordt uitgegaan van een evenwichtssituatie, een groot aantal investeerders (competitieve markt), één tijdsperiode, gelijke toegang tot alle financiële instrumenten, geen belastingen, geen transactiekosten, alle investeerders over dezelfde informatie beschikken, alleen het verwachte rendement en het risico van belang zijn, elke investeerder kan ongelimiteerd lenen tegen de risicovrije rente, ongelimiteerde arbitrage-mogelijkheden.

Omdat de geregleerde onderneming waarvoor de WACC moet worden bepaald niet beursgenoteerd is, berekent de deskundige in de praktijk eerst de *equity bèta* van een groep soortgelijke beursgenoteerde ondernemingen in dezelfde sector en met dezelfde structurele kenmerken als de onderneming in kwestie (“peer group”), bepaalt hij vervolgens de marktrisicopremie en stelt hij uiteindelijk de WACC voor de onderneming in kwestie vast. Deze groep ondernemingen kan niet uit Nederlandse ondernemingen bestaan, aangezien deze het onderwerp van de waardering zijn. Om deze reden kiest de deskundige (van de toezichthouder) voor (1) een “peer group” van buitenlandse ondernemingen, en gebruikt hij (2) de WACC die de toezichthouders in andere landen hanteren (“benchmarking”).

3.4 Gearing

Uit het vorige hoofdstuk blijkt dat de toezichthouder bij de vaststelling van de verhouding vreemd vermogen en eigen vermogen in het kader van tariefregulering (in de energiemarkt), uitgaat van de keuzes die een efficiënte onderneming zou maken, in plaats van de daadwerkelijke verhouding tussen D en E. De *gearing* (of *leverage*) is de mate waarin de onderneming is gefinancierd met vreemd vermogen.³⁹

Aangezien het kapitaal van de onderneming bestaat uit vreemd vermogen (D) plus eigen vermogen (E), blijkt dat naarmate de gearing toeneemt, de onderneming relatief meer met vreemd vermogen wordt gefinancierd:

$$WACC = (D/(E + D)) * K_d * (1 - T_c) + (E/(E + D)) * K_e \quad (10)$$

De gearing die de toezichthouder vaststelt, hangt van verschillende factoren af. Ten eerste speelt het verschil tussen de kosten van vreemd vermogen en de kosten van eigen vermogen een belangrijke rol. Omdat de kosten van vreemd vermogen doorgaans lager liggen, zou een efficiënte onderneming in beginsel een hoge gearing hanteren. Daar staat echter tegenover dat een hoge gearing leidt tot hogere vaste kosten, hetgeen kan bijdragen aan een ongezonde financiële positie (solvabiliteit), aangezien de kans op faillissement toeneemt. Ten tweede hangt de optimale solvabiliteitspositie ook af van het type onderneming. Sommige ondernemingen opereren in een markt met fluctuerende inkomsten, hetgeen zich slecht verhoudt met een hoge gearing. Ten derde kunnen toezichthouders de WACC gebruiken als middel om investeringen door ondernemingen aan te moedigen.⁴⁰ Dit kan via een algemene opslag van de WACC, maar ook door de gearing te verlagen.

In de praktijk bepaalt de toezichthouder de efficiënte gearing aan de hand van een referentiegroep van ondernemingen.⁴¹

3.5 Belasting

Uit de WACC-formule (en de gebruikte data) blijkt dat het effect van de gearing en de daarmee verband houdende vennootschapsbelastingvoordelen reeds in de WACC is verdisconteerd:

$$WACC = (D/D + E) * K_d * (1 - T_c) + (E/D + E) * K_e \quad (11)$$

K_e is de kostenvoet eigen vermogen *na aftrek van belastingen* en $K_d * (1 - T_c)$ de kostenvoet vreemd vermogen *na aftrek van belastingen*, beiden berekend tegen de nominale waarde aangezien er nog geen inflatie-correctie is toegepast (*after-tax nominal WACC*). Om de nominale WACC voor aftrek van belastingen te berekenen (de *pre-tax nominal WACC*), wordt in de praktijk meestal de volgende formule toegepast:

$$WACC_{pretax} = \frac{WACC}{1 - T_c} \quad (12)$$

³⁹Vgl. D. Watson and A. Head, *Corporate Finance: Principles and practice*, 5th edition, Essex: Pearson Education Limited 2010, p. 278.

⁴⁰“Aiming High in Setting the WACC: framework or guesswork?” Oxera Agenda March 2015.

⁴¹Vgl. ACM in 104065/242: “ACM is van mening dat de bedrijven waarop de gearing wordt gebaseerd representatief zijn voor het efficiënte niveau van gearing onder de huidige situatie op de financiële markt.”

3.6 Inflatie

Om de reële WACC te berekenen, dient de op marktprijzen gebaseerde nominale WACC te worden gecorrigeerd voor inflatie. Hiervoor wordt het consumentenprijsindexcijfer(CPI)gebruikt:⁴²

$$WACC_{real,t} = \frac{1 + WACC_{nom,t}}{1 + CPI_{t-1,t}} - 1 \quad (13)$$

3.7 Rekenvoorbeeld

In deze paragraaf volgt een (vereenvoudigd) rekenvoorbeeld. Hierbij wordt uitgegaan van een referentieperiode tussen 2010-2013, risicovrije rente berekend aan de hand van het driejaarsgemiddelde van de rente op Nederlandse staatsobligaties (T) met een looptijd van 10-jaar, de rente op obligaties uitgegeven door beursgenoteerde gereguleerde ondernemingen met een A rating (B), een markt- β van de referentiegroep beursgenoteerde gereguleerde ondernemingen van 0,39 (met een gemiddelde gearing van 90 procent en een belastingvoet van 34 procent), een hypothetische gearing van 50 procent (H), een belastingtarief van 25 procent,⁴³ een gemiddelde risicopremie op aandelen van 5 procent (ERP), een inflatie van 1,75 procent (I)

$$\begin{aligned} r_f &= \frac{T_{y,1} + T_{y,2} + T_{y,3}}{3} = \frac{0,0298 + 0,0222 + 0,0254}{3} = 0,0258 \\ spread &= \frac{B_{y,1} + B_{y,2} + B_{y,3}}{3} = \frac{0,01 + 0,014 + 0,012}{3} = 0,012 \\ asset - \beta &= \left(\frac{1}{1 + (D/E)(1 - \tau)} \beta_i \right) = \frac{0,39}{1 + (1 - 0,34) * 0,9} = 0,25 \\ equity - \beta &= asset - \beta * \left(1 + (1 - \tau) * \frac{H}{1 - H} \right) = 0,25 * (1 + (1 - 0,25) * 1) = 0,43 \\ ERP &= 0,05E(R_e) = r_f + equity - \beta * ERP = 0,0258 + (0,43 * 0,05) = 0,0473 \\ E(R_d) &= r_f + spread = 0,0258 + 0,012 = 0,0378 \\ WACC_{nom,post} &= (D/(E + D)) * E(R_d) * (1 - T_c) + (E/(E + D)) * E(R_e) \\ &= 0,5 * 0,0378 * (1 - 0,25) + (1 - 0,5) * 0,0473 = 0,0378 \\ WACC_{nom,pre} &= \frac{WACC_{nom,post}}{1 - T_c} = \frac{0,0378}{1 - 0,25} = 0,0504 \\ WACC_{real,pre} &= \frac{1 + WACC_{nom,t}}{1 + CPI_{t-1,t}} - 1 = \frac{1 + 0,0504}{1 + 0,02} - 1 = 0,0298 \end{aligned}$$

3.8 Tussenconclusie

De WACC is een financieel-economische rekenmethode waarmee de financieringskosten van een onderneming kunnen worden berekend. De WACC is een gewogen gemiddelde van de kostenvoet vreemd vermogen en de kostenvoet eigen vermogen, berekend aan de hand van geobserveerde marktwaarden. Om de WACC te berekenen, dient de deskundige een aantal keuzes te maken omtrent de marktinformatie die hij gebruikt om de WACC te berekenen. Deze keuzes kunnen de WACC aanzienlijk beïnvloeden en zorgen in de praktijk voor uiteenlopende schattingen van deskundigen.

⁴²KGW 2010, p. 213 e.v.

⁴³De waardeerder zal de *equity* β voor elke onderneming apart vaststellen.

4 Methodologie

4.1 Consistentie en coherentie in bestuursrechtelijke jurisprudentie

Bij de beoordeling van de consistentie en coherentie in de jurisprudentie over WACC, zijn de volgende uitgangspunten van belang.

4.1.1 Consistentie en coherentie: begripsomschrijving

Hoewel er geen algemeen aanvaarde rechtswetenschappelijke definities van coherentie en consistentie in de jurisprudentie bestaan, bestaat er wel consensus over de kernelementen van deze begrippen. Beide begrippen gaan uit van een *systeem* van rechtsregels. Consistentie tussen uitspraken betekent dat er geen sprake is van een tegenstrijdigheid tussen (de rechtsregels in) twee of meer uitspraken.⁴⁴ Coherentie tussen uitspraken betekent dat er tussen (de regels in) twee of meer uitspraken een samenhang bestaat, die kan worden verklaard aan de hand van een gemeenschappelijk onderliggend beginsel; er is sprake van een “eenheid”.⁴⁵ In de doctrine wordt consistentie ook wel als een van de criteria voor het bestaan van coherentie beschouwd.⁴⁶ Op basis van de literatuur, acht ik uitspraken over de berekening van de WACC consistent wanneer er tussen de regels in deze uitspraken niet logisch strijdig zijn, dat wil zeggen de ene uitspraak de andere niet uitsluit. Twee of meer uitspraken over de WACC-methodiek acht ik coherent wanneer zij beiden aan de hand van een gemeenschappelijk grondbeginsel kunnen worden verklaard.

4.1.2 Consistentie en bestuursrechtspraak

Voorop staat dat het CBb als bestuursrechter de taak heeft om *ex tunc* te oordelen over de *rechtmatigheid* van het besluit dat het bestuursorgaan heeft genomen op basis van de aangevoerde beroepsgronden door de verzoeker.⁴⁷ Bij de rechtmatigheidsbeoordeling neemt de rechter het beroepschrift, de overlegde stukken en het verhandelde tijdens het vooronderzoek en het onderzoek ter zitting in acht.⁴⁸ Hij vult ambtshalve de beroepsgronden aan en kan ambtshalve de feiten aanvullen.⁴⁹ De kern van de rechtmatigheidsbeoordeling is dat de rechter het besluit moet toetsen aan al het recht en niet kan oordelen over *doelmatigheid* of de *behoorlijkheid* van het besluit.⁵⁰ De rechter kan slechts oordelen of het beroep gegrond of ongegrond is verklaard.⁵¹ Is het bestuursorgaan met het besluit buiten de grenzen van het recht getreden, omdat een geschreven of ongeschreven rechtsregel of een algemeen rechtsbeginsel is geschonden, dan verklaart de rechter het beroep gegrond en vernietigt der echter het onrechtmatig besluit.⁵²

De bestuursrechter heeft dus als taak individuele verzoeken te beoordelen. Zoals boven weergegeven, is de kernvraag of in het concrete geval het bestuursorgaan onrechtmatig heeft gehandeld. Met betrekking tot WACC-procedures gaat het dan om de volgende vereisten: (1) het bestuursorgaan heeft

⁴⁴N. MacCormick, “Coherence in Law and Legal Justification”, in A. Peczenik, L. Lindahl. B. van Roermund (red.), *Theory of Legal Science*, Dordrecht: Reidel 1984, 1984, p. 235-251 (“I interpret consistency as being satisfied by non-contradiction. A set of propositions is mutually consistent if each without contradiction can be asserted in conjunction with every other and with their conjunction”) K. Kress, ‘Coherence’, Patterson, D. (ed.). *A Companion to Philosophy of Law and Legal Theory*, Oxford: Wiley-Blackwell 2010, p. 521 e.v.; S. Veitch, E. Christodoulidis, L. Farmer, *Jurisprudence: Themes and Concepts*, 2nd Edition, New York: Routledge 2012, p. 136; Cristian Avendaño Canto: *Van consistentie naar coherentie. De betekenis en bevordering van rechtseenheid in rechtsfilosofisch perspectief*, T. Gerverdinck et al (eds.), *Wetenschappelijk Bijdragen*, The Hague: Boom juridische uitgevers 2014, p. 31 e.v. Men spreekt ook wel van een “negatieve eigenschap”.

⁴⁵MacCormick 1984: “coherence, as I said, is the property of a set of propositions which, taken together, “makes sense” in its entirety”; Veith et al 2010, p. 136; Dickson, Julie, “Interpretation and Coherence in Legal Reasoning”, *The Stanford Encyclopedia of Philosophy* (Summer 2014 Edition), Edward N. Zalta (ed.), plato.stanford.edu; R. Dworkin, *Law’s Empire*, London: Fontana Press 1986; J.M. Balkin, *Understanding Legal Understanding: The Legal Subject and the Problem of Legal Coherence*, 103 *Yale L.J.* 105 (1993); Kress 2010, p. 251 e.v.; Avendaño Canto 2014, p. 35-39; A.R. Neerhof, *Het geschil voorbij. Een studie naar de bruikbaarheid van bestuursrechtelijke jurisprudentie als kenbron van recht*, Groningen: Kluwer, 1995 (Neerhof 1995), legt aan zijn definitie van samenhang soortgelijke criteria ten grondslag.

⁴⁶Zie de literatuurverwijzingen in de vorige voetnoot.

⁴⁷Art. 8:69 Awb. Vgl. Crommelin 2007, p. 294.

⁴⁸Art. 8:69 lid 1 Awb.

⁴⁹Art. 8:69 lid 2 en 3 Awb.

⁵⁰Vgl. Crommelin 2007, p. 303.

⁵¹Art. 8:70 Awb

⁵²Art. 8:77 lid 2 Awb. Zie ook Crommelin 2007, p. 303; PG Awb II p. 501.

de verkeerde methode gehanteerd om de WACC vast te stellen; en (2) het bestuursorgaan heeft de vaststelling van de WACC zodanig foutief/verkeerd ingevuld, dat zij daarmee buiten de grenzen van rechtmatigheid is getreden. De onrechtmatigheid van het besluit dient in een concrete procedure te worden vastgesteld. De gehanteerde vaststellingsmethode kan per procedure verschillen: de regels van het bestuursrechtelijk bewijsrecht vormen geen vastomlijnd geheel.⁵³ In zijn algemeenheid kan worden gesteld dat de voor de rechtmatigheidstoets relevante feiten kunnen worden vastgesteld als naar het oordeel van de rechter: (a) element (1) is bewezen door de verzoeker; (b) de aangevoerde klacht niet (of onvoldoende gemotiveerd) is bestreden door het bestuursorgaan; of (c) het besluit van het bestuursorgaan was in strijd met de materiële regels van het bestuursrecht, bijvoorbeeld omdat het besluit onvoldoende afgewogen, ongegrond of arbitrair was.

4.2 Overwegingen

Uit de structuur van het bestuursrecht, zoals hierboven - verkort - weergegeven, volgt dat in het kader van een onderzoek naar de consistentie en coherentie van bestuursrechtspraak, twee typen rechtsoverwegingen van belang zijn. De eerste groep rechtsoverwegingen heeft betrekking op materiële, algemene rechtsregels omtrent de WACC-methodiek of het handelen van het bestuursorgaan in bestuursrechtelijke zin ("*algemene regels*").⁵⁴ De tweede groep rechtsoverwegingen heeft betrekking op beoordeling van de theoretische en empirische onderbouwing van de door partijen aangevoerde stellingen. Ter ondersteuning van rechtsoverwegingen die betrekking hebben op de tweede groep, stelt de bestuursrechter soms uitgangspunten vast die niet in geschil zijn. Gezien de feitelijke aard van deze vaststellingen, blijven deze in de analyse buiten beschouwing. WACC-procedures vereisen grondige financieel-economische onderbouwing, waardoor de partijen vaak deskundigen inschakelen en veelvuldig naar de deskundigenoordelen verwijzen. Ik maak geen onderscheid tussen de stellingen van deskundigen en de stellingen van partijen. Bij de evaluatie van de consistentie en coherentie van de jurisprudentie zal ik mij beperken tot de bespreking van algemene regels en motiveringsoverwegingen.

4.3 Onderzoeksmethoden

4.3.1 Jurisprudentieonderzoek

Ik heb via de officiële website van de rechterlijke macht alle uitspraken gezocht waarin het acronym "WACC" of de woorden "Weighted Average Cost of Capital" voorkomen.⁵⁵ Vervolgens heb ik een aantal uitspraken geselecteerd. Hierbij heb ik twee selectiecriteria gehanteerd. Ten eerste moet het CBb in de beoordeling van het beroep de berekening van de WACC inhoudelijk bespreken. Ten tweede moet de rechtsoverweging betrekking hebben op het gebruik van de WACC in het kader van tariefregulering. Uitspraken die niet aan beide criteria voldoen, heb ik in dit rapport buiten beschouwing gelaten.⁵⁶ Het jurisprudentieonderzoek heb ik afgesloten op 7 mei 2016.

4.3.2 Analytische methoden

Na de handmatige selectie van de relevante rechtsoverwegingen zoals hierboven weergegeven, heb ik gebruik gemaakt van gegevensverwerkings- en visualisatietechnieken uit de informatica (in het bijzonder de *natural language processing*) om de structurele aspecten van de jurisprudentie te onderzoeken. Deze technieken heb ik eigenhandig geïmplementeerd met behulp van een eenvoudig computerprogramma, geschreven in de programmeertaal Python voor dit rapport.⁵⁷ Appendix B bevat een aantal nuttige grafieken die deze structurele kenmerken weergeven:

1. het aantal verwijzingen naar een CBb-precedent omtrent de WACC
2. het aantal verwijzingen naar de WACC per zaak
3. het aantal verwijzingen naar de WACC per jaar
4. de relevante rechtsoverwegingen per WACC-component

⁵³Een bespreking van deze regels valt buiten het bestek van dit rapport.

⁵⁴Vgl. Neerhof 1995, p. 7.

⁵⁵<https://www.rechtspraak.nl/Uitspraken-en-Registers/Uitspraken/Pages/default.aspx>

⁵⁶Zie Appendix A voor een overzicht van alle gevonden uitspraken.

⁵⁷www.python.org.

5 Rechtspraak

In deze paragraaf bespreek ik de gevonden rechtsoverwegingen met betrekking tot de WACC per onderwerp. Gezien de grote hoeveelheid uitspraken, richt ik mij hoofdzakelijk op het weergeven van de rechtsregel en bespreek ik slechts de aan de uitspraak ten grondslag liggende feiten voor zover deze informatie voor de contextualisering van de rechtsregel noodzakelijk is. Voor het leesgemak maak ik gebruik van een korte verwijzing (voorbeeld: 2013:100 = ECLI:NL:CBB:2013:100).

5.1 Algemene uitgangspunten

De overwegingen van het CBb met betrekking tot de vaststelling van de WACC als invulling van het begrip “redelijk rendement”, bestaan voor het overgrote deel uit algemene regels.⁵⁸ Het CBb hanteert en herhaalt deze grondregels in een aanzienlijk aantal uitspraken. Conform vaste rechtspraak kan dit kader als volgt worden weergegeven:

- *de WACC is een invulling van het begrip “redelijk rendement” of “redelijke vergoeding”;*⁵⁹
- *de WACC een (gewogen) gemiddelde vormt van de kosten die een gereguleerde onderneming heeft voor het aantrekken van eigen, onderscheidenlijk vreemd vermogen;*⁶⁰
- *Deze gereguleerde onderneming is een hypothetische efficiënte onderneming actief in de desbetreffende sector;*⁶¹
- *De WACC is een in beginsel objectief gegeven en er is daaromtrent geen beleidsvrijheid voor het betrokken bestuursorgaan daaromtrent, maar voor het bepalen van de parameters waaruit de WACC is opgebouwd kunnen meerdere methoden worden gebruikt en bij de keuze voor deze methoden komt aan het bestuursorgaan een aanzienlijke beoordelingsruimte toe;*⁶²
- *De WACC als hypothetische norm impliceert dat het bestuursorgaan kan uitgaan van een risicoprofiel dat kan afwijken van dat van de daadwerkelijk in de gereguleerde sector actieve bedrijven;*⁶³
- *De WACC bevat geen marge voor overwinst en sluit uit dat een dat een hoger rendement wordt behaald dan met vergelijkbare activiteiten op een concurrentiële markt zou worden gerealiseerd;*⁶⁴
- *De WACC bevat een onzekerheidsmarge, die zich uit in het hanteren van een bandbreedte;*⁶⁵
- *De uiteindelijk vastgestelde WACC wordt in een redelijkheidstoets afgezet tegen de minimum- en de maximum-WACC van een representatieve groep van toezichthouders;*⁶⁶
- *Het bestuursorgaan kan de WACC aan de hand van “forward looking” (ex ante) gegevens vaststellen.*⁶⁷

De parameters van de WACC worden vastgesteld aan de hand van marktwaarden, die de verwachtingen van de kapitaalverschaffers dienen te weerspiegelen (het kapitaalverschaffersbeginsel):⁶⁸

⁵⁸Zie Appendix B voor meer details.

⁵⁹2013:100, 2011:BR6195, 2015:272, 2012:BZ1010, 2012:BW1529, 2015:44, 2015:45, 2012:BY2311, 2008:BD1064.

⁶⁰2012:BY2307, 2015:272, 2015:45, 2011:BR6195, 2015:44, 2013:184.

⁶¹2011:BR6195, 2015:272, 2012:BW1529, 2012:BY2307, 2015:45, 2015:44. Mijns inziens kan het begrip gelijk worden gesteld met “genormeerde daadwerkelijke kapitaalkosten” (2012:BW1529).

⁶²ECLI:NL:CBB:2015:272, 2014:126, 2012:BY2307, 2015:45, 2015:44, 2010:BM9471, 2011:BR6195, 2013:184.

⁶³2011:BR6195.

⁶⁴2008:BD1064, 2012:BW1529.

⁶⁵2012:BY2311.

⁶⁶“Het College heeft geconstateerd dat OPTA ten opzichte van andere Europese toezichthouders voor de regulering van telecombedrijven een WACC hanteert die weliswaar relatief laag is, maar niet buiten de bandbreedte valt: de Deense toezichthouder hanteert eenzelfde percentage.” (2011:BR6195). Zie paragraaf 5.5 voor uitzonderingen op deze algemene regel.

⁶⁷2010:BM9474: “Verweerder is met de door hem gemaakte keuze, die het College gelet op het hiervoor overwogene gezinszins onbegrijpelijk voorkomt, niet buiten de grenzen van zijn beoordelingsruimte getreden. Dat, zoals Netbeheer aanvoert, verweerder bij de vaststelling van de WACC wel een ‘forward looking’-benadering heeft gehanteerd, maakt dit niet anders.” Uit paragraaf 5.3 blijkt dat het bestuursorgaan doorgaans voor een ex post benadering kiest.

⁶⁸Zie paragraaf 5.7 over deze subregel.

- “Nu ACM haar keuze voor driejarige staatsobligaties primair motiveert met een algemeen betoog dat beleggers zich richten op de duur van een reguleringsperiode, had het op haar weg gelegen om aannemelijk te maken dat dit ook daadwerkelijk voor de beleggers van KPN geldt.”⁶⁹
- “Naar het oordeel van het College heeft NMa terecht geconcludeerd dat geen aanleiding bestond tot het – in afwijking van de gehanteerde methode – achterwege laten van de gegevens uit het jaar 2008. De WACC dient de marktverwachtingen van de vermogensverschaffers te weerspiegelen.”⁷⁰

Het kapitaalverschaffersbeginsel is niet absoluut. De toezichthouder kan de WACC gebruiken om bedrijven aan te sporen tot het doen van investeringen. Als voorbeeld dient deze uitspraak met betrekking tot de Telecommunicatiewet:

- “Enerzijds heeft OPTA Reggefiber verplicht kostengeoriënteerde tarieven te hanteren, waardoor de concurrentie wordt bevorderd. Anderzijds moedigt zij investeringen in glazen aansluitnetten aan door het reguleringsrisico voor investeerders te beperken. [...] Het College stelt vast dat een tarief kostengeoriënteerd is als bedoeld in artikel 6a.7, tweede lid, Tw als het de weerslag vormt van de aan de dienstverlening ten grondslag liggende relevante kosten en investeringen, vermeerderd met een redelijke winstopslag.”⁷¹

Bij de vaststelling van de WACC moet het bestuursorgaan wel rekening houden met de reguleringsperiode. In de onderstaande uitspraak (energiesector) geeft het CBb aan dat het beginsel dat de gereguleerde onderneming de noodzakelijke kosten terug moet kunnen verdienen, eveneens onderdeel vormt van het wettelijk systeem:

- “Het wettelijk systeem van tariefregulering, is (...) gebaseerd op het beginsel dat de efficiënte kosten, te weten de kosten die een netbeheerder noodzakelijkerwijs maakt in verband met zijn wettelijke taken, inclusief een redelijk rendement, via de tarieven kunnen worden terugverdiend. Het wettelijk systeem is aldus opgezet dat ACM telkens voor aaneengesloten periodes van drie tot vijf jaar een methode formuleert om de efficiënte kosten aan het einde van die periode te bepalen. Hieruit volgt dat deze efficiënte kosten, met inbegrip van het redelijk rendement, in beginsel binnen de betrokken reguleringsperiode tot vergoeding dienen te komen.”⁷²

De algemene uitgangspunten met betrekking tot de vaststelling van de WACC vormen een consistent geheel. Het kapitaalverschaffersbeginsel en het beginsel dat de onderneming binnen de reguleringsperiode de kosten terug moet kunnen verdienen, gelden voor zowel de energie- als de telecomsector. Aangezien de toezichthouder bij de invulling van het begrip “redelijk rendement/vergoeding” door middel van de WACC met meerdere belangen rekening dient te houden en soms verschillende doelen moet nastreven (vgl. het aansporen van investeringen versus het vaststellen van efficiënte kapitaalkosten), kan het in de praktijk lastig zijn de WACC op objectieve wijze vast te stellen. Daarbij kunnen de algemene beginselen niet als concrete handvatten dienen. De algemene beginselen hebben een open karakter en beschrijven de uitgangspunten van de WACC. De rechter gebruikt deze beginselen vervolgens als normatief kader (beter gezegd: buitengrens) om in een concreet geval na een belangenafweging tot een beslissing te komen.

5.2 Beoordelingsruimte van het bestuursorgaan

Uit de algemene regels met betrekking tot de WACC, zoals beschreven in de voorgaande paragraaf, blijkt dat het bestuursorgaan een aanzienlijke beoordelingsruimte heeft om de individuele parameters van de WACC vast te stellen, binnen de kaders van de WACC als “in beginsel objectief gegeven”. De regels die het CBb heeft gesteld omtrent de beoordelingsruimte van het bestuursorgaan en de motivatievereisten van haar besluiten, in principe van toepassing in de telecom- en de energiesector, zijn voornamelijk algemeen van aard. In sommige gevallen hanteert het CBb echter een scherpe regel.

In beginsel wordt de WACC vastgesteld aan de hand van de meest recente marktgegevens waarover het bestuursorgaan op de dag van het besluit beschikt (de “peildatum”), tenzij die vaststelling in strijd is met de rechtszekerheid:

⁶⁹2013:184.

⁷⁰2012:BY2307.

⁷¹2012:BZ1010.

⁷²2015:272, 2015:45, 2015:44.

- *“Uitgangspunt in het bestuursrecht is dat een bestuursorgaan zich bij het nemen van een besluit baseert op feiten en omstandigheden ten tijde van dat besluit, ook als het nemen van een besluit na vernietiging aan de orde is, tenzij uit de wet of de aard van het te nemen besluit voortvloeit dat de feiten en omstandigheden zoals die zich voordeden op enig moment in het verleden, bepalend zijn. [V]oor de bepaling van de WACC worden uitgegaan van de meest recente gegevens die voor de methode van regulering relevant zijn, omdat de WACC een exogeen gegeven is en dus niet beïnvloed kan worden door GTS.”*⁷³
- *Het bestuursorgaan kan de gegevens ten tijde van het besluit actualiseren aan de hand van het rapport van de deskundige.*⁷⁴
- *“Indien de situatie ten opzichte van eerdere reguleringsperiodes is veranderd in de zin dat een onderzoek als bedoeld inmiddels wél voorhanden is, is verweerder niet gebonden aan zijn eerdere beslissing(en). Het College verwijst in dit kader naar rechtsoverweging 12.3.1 van zijn (andere) uitspraak van 29 juni 2010 (LJN: BM9474), waarin is bepaald dat de belangen van netbeheerders en hun vermogensverschaffers bij een langdurige zekerheid omtrent de van toepassing zijnde doelmatigheidskorting niet zo zwaar wegen dat verweerder, bij het nemen van een methodebesluit voor een nieuwe periode, zijn besluitvorming niet zou mogen baseren op de hem ten tijde van het besluit bekende feiten en omstandigheden en ontwikkelingen die zich inmiddels hebben voorgedaan.”*⁷⁵
- *KPN: Hoewel “in het algemeen een meer recente bepaling van de WACC zal leiden tot een betere schatting van de relevante parameters”, brengt “ex-ante regulering met zich dat een bestuursorgaan zoveel mogelijk vooraf duidelijkheid dient te verschaffen omtrent de door haar bij de regulering gehanteerde uitgangspunten”. Het gebruik van een recentere WACC in plaats van een niet als verouderd aanmerkbare WACC voor een bepaalde dienst, terwijl de oudere WACC wel voor andere diensten is gebruikt, vermindert de voorspelbaarheid van de tarieven; de onderneming (KPN) mocht erop vertrouwen dat de oudere WACC werd gebruikt en dit specifiek besluit was dus in strijd met de rechtszekerheid.*⁷⁶

Is de vastgestelde WACC niet gebaseerd op een redelijk rendement, dan wordt het besluit vernietigd. De toezichthouder kan de fout niet ongedaan maken door de gereguleerde onderneming via de tarieven te compenseren:

- *“Uit artikel 27g, eerste lid, aanhef en onder c, Lw volgt dat de loodsgeldtarieven moeten worden vastgesteld met inachtneming van een redelijk rendement op investeringen. [...] Het College stelt vast [...] dat het bestreden besluit op een onjuist WACC-percentage is gebaseerd. [...] Binnen de systematiek van de tariefregulering op basis van de Lw heeft dit laatste percentage als redelijk rendement te gelden. De bij het bestreden besluit vastgestelde tarieven zijn derhalve niet gebaseerd op een redelijk rendement, zodat dit besluit in zoverre in strijd is met artikel 27g, eerste lid, aanhef en onder c, Lw.”*⁷⁷

De beoordelingsruimte van het bestuursorgaan komt met de plicht om besluiten “naar behoren” te motiveren.⁷⁸ Aan afwijking van een eerder gehanteerde methode zonder motivering of geen repliek geven op een bepaalde beroepsgrond kleven derhalve consequenties, maar het bestuursorgaan kan bij het hanteren van een bepaalde rekenmethode in beginsel met een minder stevige motivering volstaan:

- *“Het College merkt op dat de door ACM aan KPN opgelegde tariefverplichting is gebaseerd op kostenoriëntatie en dat dit meebrengt dat de door ACM in dit kader te maken belangenafweging in overeenstemming dient te zijn met de jurisprudentie van het College inzake dit beginsel. [Door het besluit wordt dit beginsel niet gerespecteerd, omdat KPN niet al haar tijdens de reguleringsperiode gemaakte kosten terug kan verdienen.] Een dergelijke afwijking van genoemd beginsel kan naar vaste jurisprudentie in overeenstemming zijn met het passendheidsvereiste van artikel 6a.2, derde lid, van de Tw, mits dit wordt gerechtvaardigd op grond van (een van) de doelstellingen van artikel 1.3 van de Tw. [...] Alleen de door ACM in het wijzigingsbesluit gevolgde theoretische redenering [...] acht het College onvoldoende [...]”*⁷⁹

⁷³2012:BY2307.

⁷⁴2009:BK190.

⁷⁵2012:BV6476

⁷⁶2016:40.

⁷⁷2013:100.

⁷⁸2015:45: “De invulling van die ruimte zal ACM wel naar behoren moeten motiveren.” Zie ook 2013:184.

⁷⁹2015:260.

- *“In de vorige reguleringsperiode heeft ACM uitdrukkelijk rekening gehouden met (geleidelijke herfinanciering van) de bestaande leningenportefeuille van netbeheerders. Haar keuze om die praktijk te verlaten heeft zij ontoereikend gemotiveerd.”*⁸⁰
- *“Het College constateert dat ACM’s rechtsvoorgangster OPTA in eerdere besluiten haar berekeningen van de risicovrije rente baseerde op tienjarige staatsobligaties en deze keuze in reactie op hiertegen ingebrachte beroepsgronden ook verdedigde. [...] In het besluit dat aanleiding gaf tot de uitspraak van 7 mei 2008, bepleitte ACM [...] zelf voor het aansluiten bij de economische levensduur van de activa en repte zij niet van de wenselijkheid van het aansluiten bij de reguleringsperiode. In dit licht is de keuze voor driejarige staatsobligaties in het WPC-IIa besluit onvoldoende gemotiveerd en ACM heeft evenmin in latere stukken een goede onderbouwing voor deze keuze gegeven. [...] ACM wees [...] op enkele mogelijke verklaringen voor het feit dat staatsleningen met een langere looptijd in het algemeen een hoger rendement kennen dan staatsleningen met een kortere looptijd, maar maakte ook hierbij niet duidelijk wat haar heeft gebracht tot een van haar rechtsvoorgangsters afwijkend inzicht.”*⁸¹
- *“Weliswaar heeft ACM toegelicht dat van een WACC die rekening houdt met bestaande leningen onjuiste investeringsprikkels uitgaan, maar ACM gaat daarbij ten onrechte niet in op het feit dat de WACC deels moet worden aangewend om de (hogere) financieringslasten van het oude vreemd vermogen te voldoen.”*⁸²
- *“Voor zover ACM stelt dat er steeds een surplus aan rendement is dat de netbeheerder prikkelt tot inefficiënte investeringen heeft zij dat niet met concrete feiten onderbouwd. De verwachting dat efficiënte kosten voor vreemd vermogen op de lange termijn worden vergoed, uitgaande van een symmetrisch renteverloop is speculatief en wordt reeds daarom verworpen. ACM heeft op dit onderdeel de methodewijziging niet draagkrachtig gemotiveerd.”*⁸³
- *“ACM heeft niet betwist dat zij, bij het ontbreken van wetenschappelijke consensus over verschillende benaderingen ter vaststelling van een voor de regulering relevant gegeven, de uitkomsten van die benaderingen pleegt te middelen. ACM heeft wel naar voren gebracht dat dit onverlet laat dat zij een onderbouwde voorkeur kan hebben voor een bepaalde benadering en heeft uitdrukkelijk bestreden dat zij ten aanzien van het specifieke punt van de historische dan wel toekomstgeoriënteerde gegevens als grondslag voor de marktrisicopremie, zich op enige wijze heeft vastgelegd op middeling van de uitkomsten van deze twee benaderingen. Uit de door Netbeheer gegeven voorbeelden van middeling volgt niet dat ACM, als over een methode geen wetenschappelijke consensus bestaat, categorisch tot middeling overgaat.”*⁸⁴
- *Voor zover de toezichthouder beoogt dat een bepaalde WACC leidt dat er een surplus aan rendement is dat de netbeheerder prikkelt tot inefficiënte investeringen, dient heeft zij dat niet met concrete feiten onderbouwd.*⁸⁵
- *De verwachting dat efficiënte kosten voor vreemd vermogen op de lange termijn worden vergoed, uitgaande van een symmetrisch renteverloop is speculatief.*⁸⁶

Is er geen academische consensus over (een component van) de optimale financiering van een prudent netbeheerder (d.w.z. de (normatieve) WACC), dan kan de toezichthouder “de ogen [...] niet sluiten voor de werkelijkheid” dat de netbeheerder zich moet financieren en zal de toezichthouder door het doen van aannames een “alternatieve wijze” moeten vinden om de financieringskosten in de WACC te verdisconteren.⁸⁷

Stelt het bestuursorgaan de WACC niet vast maar beoordeelt zij de door partijen vastgestelde WACC, dan zal het bestuursorgaan zowel het kapitaalverschaffersbeginsel als het doelmatigheidsbeginsel moeten respecteren:

⁸⁰2015:272.

⁸¹2013:184.

⁸²2015:272.

⁸³2015:272.

⁸⁴2015:45.

⁸⁵2015:272, 2015:44, 2015:45.

⁸⁶2015:272, 2015:44, 2015:45.

⁸⁷2016:15.

- “Uit de uitspraak van 7 mei 2008 blijkt dat ACM als redelijk tarief voor medegebruik een op kosten georiënteerd tarief mag hanteren, uitgelegd als daadwerkelijke kosten vermeerderd met een redelijk rendement. Dat dit inhoudt dat er geen grondslag is voor een doelmatigheidsbeoordeling, zoals ACM heeft gesteld, is onjuist. Zoals het College heeft geoordeeld in rechtsoverweging 7.7.2 van de uitspraak van 12 april 2012 (ECLI:NL:CBB:2012:BW1529) laat de uitspraak van 7 mei 2008 onverlet dat indien een partij van oordeel is dat in een concrete situatie het doorberekenen van bepaalde daadwerkelijk gemaakte kosten niet redelijk is op de grond dat deze onnodig zijn gemaakt en de partij op een onaanvaardbare wijze in haar concurrentiepositie aantast, zij dit in een geschilprocedure kan voorleggen. Dit brengt met zich dat, indien concreet als onderdeel van een verzoek om geschilbeslechting wordt gesteld dat bepaalde kosten in redelijkheid niet mogen worden doorberekend, ACM zal moeten overgaan tot een op deze kosten toegespitste beoordeling van de redelijkheid en noodzakelijk daarvan.”⁸⁸

De onzekerheidsmarge rondom de WACC impliceert dat een door de onderneming gehanteerd tarief gebaseerd op een in deze bandbreedte vallende WACC, niet onredelijk kan worden geacht omdat de gehanteerde WACC afwijkt van de door het bestuursorgaan vastgestelde WACC.⁸⁹

In overeenstemming met het uitgangspunt dat de WACC een objectief gegeven is, eist het CBB dat de berekening van de WACC door het bestuursorgaan representatief moet zijn voor de wijze waarop investeerders keuzes maken (het kapitaalverschaffersbeginsel). Wel verbindt het College aan dit principe de voorwaarde dat de uitkomst niet gevoelig kan zijn voor korte termijn fluctuaties op de financiële markten:⁹⁰

- *“Uit de stukken blijkt dat NMa uitgaat van een brede inbedding van de WACC-waarde door het betrekken van historische gegevens die representatief zijn voor de waardeontwikkeling van de WACC-parameters in de energiesector. Dezelfde methode is gehanteerd ten behoeve van het vaststellen van de WACC voor de regionale netbeheerders gas en de landelijke netbeheerder elektriciteit. De brede inbedding is ingegeven door het streven een degelijke, stabiele WACC vast te stellen, die bestand is tegen marktontwikkelingen gedurende de reguleringsperiode. Dat streven brengt met zich dat de waarden van de parameters zijn vastgesteld op basis van referentieperiodes, hetgeen tot het hanteren van bandbreedtes leidt.(...) Voor zover VEMW met haar stelling dat de “werkelijke gegevens” dienen te worden gebruikt, heeft beoogd te betogen dat de WACC gebaseerd had dienen te worden op de in de markt gerealiseerde gegevens, overweegt het College dat zulks ook het geval is geweest. (...) Het niet betrekken van de gegevens over het jaar 2009 bij de vaststelling van de WACC voor de tweede reguleringsperiode heeft NMa toereikend onderbouwd met de uiteenzetting van de wijze waarop financiers hun vermogensvergoeding bepalen.”⁹¹*
- *Het uitgangspunt van NMa is dat een vermogenskostenvergoeding wordt vastgesteld die redelijk kan worden geacht voor de hoogte van de vermogenskosten aan het einde van de reguleringsperiode. De WACC in het laatste jaar van de reguleringsperiode is een afspiegeling van de vergoeding die de vermogensverschaffers voor dat jaar eisen, waarbij die eis is gebaseerd op informatie over de financiële markten die voorafgaand aan dat jaar (dus voor de tweede reguleringsperiode in 2008) bij de vermogensverschaffers aanwezig is. De juistheid van dit uitgangspunt is niet bestreden. Naar het oordeel van het College heeft NMa terecht geconcludeerd dat geen aanleiding bestond tot het – in afwijking van de gehanteerde methode – achterwege laten van de gegevens uit het jaar 2008. De WACC dient de marktverwachtingen van de vermogensverschaffers te weerspiegelen. (ECLI:NL:CBB:2012:BY2307)*
- *Het feit dat een onderneming elk jaar financiering aantrekt, maakt het nog waarschijnlijker dat de marktomstandigheden in het laatste jaar invloed op de WACC hebben (ECLI:NL:CBB:2012:BY2307)*

⁸⁸2014:126. De feiten in deze telecom-zaak zijn in zoverre afwijkend dat de tarieven tot stand waren gekomen via onderhandelingen tussen de partijen en tegelijkertijd een civiele geschilbeslechtingsprocedure werd gevoerd. Het redelijk tarief werd weliswaar door de toezichthouder beoordeeld, maar niet zelf vastgesteld.

⁸⁹2012:BY2311: “Hieruit volgt dat de afwijking van EUR 5 tussen voornoemde bedragen (EUR 1383 en EUR 1378) zich ruimschoots bevindt binnen de door OPTA erkende onzekerheidsmarge. Onder deze omstandigheden heeft OPTA niet in redelijkheid tot het oordeel kunnen komen dat het [...] tarief [...] geen redelijk tarief is in de zin van artikel 3.11, derde lid, Tw.”

⁹⁰Prijzen op financiële markten kunnen op de korte termijn namelijk stevig schommelen door sociaal-psychologische invloeden. Zie G.A. Akerlof en R.J. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*, Princeton: Princeton University Press 2009.

⁹¹ECLI:NL:CBB:2012:BY2307.

De rechtsoverwegingen met betrekking tot de beoordelingsruimte en de motivatieplicht van het bestuursorgaan zijn, mijns inziens, onderling consistent.⁹² Het uitgangspunt is dat de efficiënte kapitaalkosten worden vergoed en bij de invulling van deze norm spelen het kapitaalverschaffersbeginsel en de doelmatigheidsbeginsel een belangrijke rol.

5.3 Kostenvoet vreemd vermogen

5.3.1 Risicovrije rente

Zoals besproken in paragraaf 3.2, wordt de risicovrije rente (r_f) voor een bepaalde periode aan de hand van de gemiddelde prijs van staatsobligaties over een bepaalde periode vastgesteld. Deze benadering wordt een “ex post” benadering genoemd, in tegenstelling tot een “ex ante” benadering, waarbij de prijzen van andere financiële instrumenten op andere markten (zoals de swaprente of spotrente) wordt gebruikt. Bij de beoordeling van beroepen die betrekking hebben op de risicovrije rente, formuleert het CBb soms algemene regels en beperkt het college zich soms uitsluitend tot overwegingen die zien op de motivering van de partijen.

Bij de vaststelling van de risicovrije rente handelt het bestuursorgaan binnen de grenzen van het recht als zij *ex post data* (zie 3.2) gebruikt, in plaats van uitsluitend recente gegevens of inschattingen van toekomstige rente (*ex ante data*).

- *Het CBb acht de volgende argumenten voldoende motivatie voor de stelling dat noch op basis van theoretische overwegingen, noch op basis van de beschikbare empirische gegevens kan worden geconcludeerd dat de in de forward-looking rente verwerkte marktverwachtingen een betere maatstaf vormen dan ex post data: (1) wetenschappelijk onderzoek (goede schatting van de risicovrije rente en door hanteren van periode van twee jaar kan probleem van rentefluctuatie op korte termijn worden ondervangen); (2) een deel van de financieringsverplichtingen van de netbeheerders is in het verleden aangegaan; (3) forward-looking rente op een bepaalde peildatum is maakt de rente gevoelig voor kortetermijnfluctuatie, die binnen een week enkele tientallen basispunten kunnen bedragen; (4) ten aanzien van in het verleden aangegane financieringsverplichtingen zijn ex postdata representatiever; (5) de reële risicovrije rente was aan het begin van de reguleringsperiode zelfs lager dan de door verweerder gehanteerde reële rente; (6) de door verweerder op basis van ex post gegevens vastgestelde reële rente, ligt binnen de bandbreedte van en past bij, de door verweerder bestudeerde voorspellingen van zowel reële rente als inflatie.*⁹³
- *“Het College wijst in dit verband op zijn uitspraak van 3 november 2009 (AWB 08/370 e.a., www.rechtspraak.nl, LJN BK1790). In [...] in deze uitspraak [...] heeft het College [...] geoordeeld dat verweerder bij de vaststelling van de risicovrije rente uit mocht gaan van historische gegevens en dat door een periode van twee jaar te hanteren het probleem dat de risicovrije rente op korte termijn fluctueert, kon worden ondervangen. Het College ziet in hetgeen KPN heeft aangevoerd geen grond om thans te oordelen dat een historische termijn van drie jaar geen representatieve gegevens zou opleveren.”*⁹⁴
- *“Het CBb [heeft] in eerdere uitspraken (zie bijvoorbeeld de uitspraken van 3 november 2009, ECLI:NL:CBB:2009:BK1790; hierna: de uitspraak van 3 november 2009, en 26 mei 2010, ECLI:NL:CBB:2010:BM5564) steeds [...] toegestaan dat verweerder bij vaststelling van de risicovrije rente uitgang van een reeks van historische gegevens, in plaats van uitsluitend recente gegevens of inschattingen van toekomstige rente (“forward looking”- data). [...] Specifieke argumenten waarom het College hieromtrent thans anders zou behoren te oordelen, worden door Van Wijnbergen niet gegeven.”*⁹⁵
- *“Van de kant van NOVEC zijn geen argumenten naar voren gebracht die het College tot de overtuiging hebben gebracht dat dit overeengekomen tarief niet is aan te merken als een redelijke vergoeding. De door ACM in het geval van Alticom gehanteerde methode voor het berekenen van de risicovrije rente in het kader van de vaststelling van de WACC is naar het oordeel van het College verantwoord. Door deze rente te baseren op het rendement van tienjarige staatsobligaties*

⁹²Wel merk ik op dat de opvatting van de (kwaliteit van de) amorfe kapitaalverschaffer zoals hier gehanteerd, ingaat tegen de opvatting die bij rechtsoverwegingen omtrent illiquiditeit wordt gehanteerd, zie paragraaf 5.7.

⁹³2009:BK1790.

⁹⁴2010:BM5564.

⁹⁵2014:126.

*in een recente periode van drie jaar heeft zij een methode gehanteerd die door het College in vaste jurisprudentie is geaccepteerd (zie onder meer rechtsoverweging 16.7.1 van de uitspraak van 26 mei 2010, ECLI:NL:CBB:2010:BM5564 en rechtsoverweging 7.2.1 van de uitspraak van 10 april 2014, ECLI:NL:CBB:2014:126).*⁹⁶

Uit de bovenstaande jurisprudentie vloeien een aantal normen voort. Ten eerste acht het CBb een motivering van het besluit van het bestuursorgaan voorzien van een theoretische fundering en empirische onderbouwing noodzakelijk. Ten tweede dient bij de vaststelling rekening te worden gehouden met aangegane financieringsverplichtingen. Ten derde moet de methode robuust zijn tegen rentefluctuaties op de korte termijn. In een tweetal zaken formuleert het CBb regels die aansluiten bij de tweede norm:

- *In het bestreden besluit had het bestuursorgaan (OPTA) de risicovrije rente aan de hand van kortetermijnobligaties (aansluitende bij de reguleringsperiode) vastgesteld. Verzoeker (KPN) stelde dat langlopende obligaties moesten worden gehanteerd (aansluitende bij de gemiddelde duur van de ondernemingsactiva). Volgens het CBb hangt “de mate waarin belang toekomt aan de keuze voor een kortere, dan wel langere looptijd van staatsobligaties voor de bepaling van de risicovrije rente, [af] van de mate waarin deze rentes verschillen.” Het bestuursorgaan stelt dat er sprake was van een “vlakke rentecurve”. Het CBb stelt vast dat doorgaans de rente op staatsleningen met een langere looptijd hoger is dan de rente op staatsleningen met een kortere looptijd en dat in zoverre op de gekozen peildatum sprake was van een afwijkende situatie en concludeert dat “in dit geval niet of niet noemenswaardig is benadeeld doordat OPTA staatsleningen met een relatief korte looptijd als uitgangspunt heeft genomen.”⁹⁷*
- *In een volgende procedure, overweegt het CBb wel de referentieperiode. KPN stelt dat het feit dat in een bepaalde periode de rente op staatsleningen met uiteenlopende looptijden weinig van elkaar verschilden, van beperkt belang is indien de rente dient te worden gebaseerd op een gemiddelde waarbij ook perioden zijn betrokken waarin voornoemde situatie zich niet voordoet (i.e. de reguleringsperiode). Volgens het College moet het bestuursorgaan de keuzes gemaakt binnen de beoordelingsruimte naar behoren motiveren, hetgeen ook geldt voor de looptijd van de staatsobligaties die uitgangspunt zijn voor de bepaling van de risicovrije rente. Het gaat het niet om de looptijd bij uitgifte, maar om de resterende looptijd op het moment dat het rendement op een bepaalde staatsobligatie wordt gebruikt als input voor de berekening van de risicovrije rente (“maturity period”, resterende looptijd). Het CBb acht de keuze in casu ongemotiveerd, omdat ACM in een eerdere procedure zelf koos voor aansluiting bij de economische levensduur van de activa en “repte zij niet van de wenselijkheid van het aansluiten bij de reguleringsperiode.” Het CBb wijst vervolgens op het uitgangspunt dat de vermogenskosten van een gereguleerde onderneming een in beginsel objectief gegeven zijn, en dat “in dit licht” een “niet gering gewicht toe aan de door ACM niet bestreden stelling” van KPN dat de gemiddelde looptijd van de door KPN uitgegeven obligaties negen jaar bedraagt. “Nu ACM haar keuze voor driejarige staatsobligaties primair motiveert met een algemeen betoog dat beleggers zich richten op de duur van een reguleringsperiode, had het op haar weg gelegen om aannemelijk te maken dat dit ook daadwerkelijk voor de beleggers van KPN geldt.” Het CBb vervolgt: “[Omdat] KPN heeft betoogd dat aangezien staatsobligaties met een looptijd van rond de acht jaar zeldzaam zijn, dient te worden aangesloten bij staatsobligaties met een looptijd van tien jaar. Bij zijn oordeel hieromtrent betreft het College het hierboven reeds genoemde punt dat niet de looptijd van staatsobligaties bij uitgifte, maar de resterende looptijd op het moment dat het rendement op een staatsobligatie wordt meegenomen in de berekening van de rentevrije voet doorslaggevend is.”⁹⁸*

In de KPN-zaken benadrukt het CBb dat voor de referentieperiode bij de aangegane financiering moet worden aangesloten, hetgeen kan inhouden dat de gemiddelde levensduur van de ondernemingsactiva bepalend is voor de bepaling van de risicovrije rente. In de recente energiezaken wordt dit in beginsel onderstreept:

- *“Het wettelijk systeem van tariefregulering is gebaseerd op het beginsel dat de efficiënte kosten, te weten de kosten die een netbeheerder noodzakelijkerwijs maakt in verband met zijn wettelijke*

⁹⁶2014:481.

⁹⁷2011:BR6195.

⁹⁸2013:184.

taken, inclusief een redelijk rendement, via de tarieven kunnen worden terugverdiend. Het wettelijk systeem is aldus opgezet dat ACM telkens voor aaneengesloten periodes van drie tot vijf jaar een methode formuleert om de efficiënte kosten aan het einde van die periode te bepalen. Hieruit volgt dat deze efficiënte kosten, met inbegrip van het redelijk rendement, in beginsel binnen de betrokken reguleringsperiode tot vergoeding dienen te komen. Nu ACM de in de WACC opgenomen kostenvoet voor vreemd vermogen voor de komende reguleringsperiode afstemt op de kosten van nieuw vreemd vermogen, valt niet uit te sluiten dat de in de eindinkomsten opgenomen rentevergoeding voor vreemd vermogen geen volledige dekking biedt voor de kosten voor vreemd vermogen, aangezien de kosten van lopende leningen in de komende reguleringsperiode – gegeven de daling van de rente die zich in de afgelopen jaren heeft voorgedaan – hoger liggen dan de verwachte kosten voor nieuw aan te trekken vreemd vermogen. In de vorige reguleringsperiode heeft ACM uitdrukkelijk rekening gehouden met (de geleidelijke herfinanciering van) de bestaande leningenportefeuille van netbeheerders. Haar keuze om die praktijk te verlaten heeft zij ontoereikend gemotiveerd.”⁹⁹

- “Volgens vaste rechtspraak van het College geldt bij de bepaling van de WACC als uitgangspunt dat een gereguleerde onderneming haar financieringskosten vergoed krijgt. In zijn uitspraak van 23 september 2013 (ECLI:NL:CBB:2013:184, r.o. 9.4.2) heeft het College specifiek in deze zin geoordeeld ten aanzien van de keuze van een onderneming voor langjarige in plaats van (wellicht goedkopere) kortjarige financiering met vreemd vermogen. Weliswaar heeft ACM toegelicht dat van een WACC die rekening houdt met bestaande leningen onjuiste investeringsprikkel uitgaan, maar ACM gaat daarbij ten onrechte niet in op het feit dat de WACC deels moet worden aangewend om de (hogere) financieringslasten van het oude vreemd vermogen te voldoen.”¹⁰⁰
- Voor de verdiscontering van langer lopende leningenportefeuilles van de netbeheerders in de kostenvoet vreemd vermogen is het doen van aannames een werkbare benadering en is een “trapjesmodel” (aannames inhoudende een lopende financieringsportefeuille met tienjarige verplichtingen en een evenredige jaarlijkse spreiding) een benadering waarmee de toezichthouder deze financieringskosten in de WACC kan verdisconteren.¹⁰¹

In het bovenstaande valt op dat, ongeacht de gekozen referentieperiode, er bij de daadwerkelijke financieringskosten wordt aangesloten. Indien er geen doelstelling is om de efficiëntie van de onderneming te prikkelen (telecom), kan bij de daadwerkelijke kosten worden aangesloten.¹⁰² Is het prikkelen van de efficiëntie van de onderneming wel een doelstelling (energie), dan dient de toezichthouder bij de vaststelling van de kapitaalkosten van de hypothetisch efficiënte onderneming alsnog rekening te houden met reeds aangegane financieringsverplichtingen. Mijns inziens bevat de jurisprudentie op dit punt een onderling consistent en coherent geheel van rechtsoverwegingen.

5.3.2 Risico-opslag: risicoprofiel en vergelijkingsgroep

De rechtsoverwegingen met betrekking tot de door de toezichthouder gekozen vergelijkingsgroep, zijn overwegend gericht op de motivatie van de beide partijen en bevatten weinig (formuleringen van of verwijzingen naar) algemene regels.

De in paragraaf 5.1 en 5.2 weergegeven regels, gelden ook bij de vaststelling van de risico-opslag: de verweerder zal de keuze voor het risicoprofiel moeten motiveren c.q. voorzien van empirische onderbouwing. Er rust in beginsel ook een motivatieplicht op de verzoeker.¹⁰³

⁹⁹2015:272, 2015:44, 2015:45.

¹⁰⁰2015:272. Zie ook 2016:15.

¹⁰¹2016:15.

¹⁰²Bij de vaststelling van relevante markten met kenmerken die zodanig zijn dat interventie gerechtvaardigd is, dient de toezichthouder rekening te houden met aanbevelingen van de Europese Commissie (zie bijvoorbeeld “Aanbeveling van de Commissie van 17 december 2007 betreffende relevante producten- en dienstenmarkten in de elektronische communicatiesector die overeenkomstig Richtlijn 2002/21/EG van het Europees Parlement en de Raad inzake een gemeenschappelijk regelgevingskader voor elektronischecommunicatienetwerken en diensten aan regelgeving ex ante kunnen worden onderworpen (PbEU L 344/65).”

¹⁰³Zie 2008:BD1064: “Naar het oordeel van het College heeft Broadcast geen concrete argumenten aangevoerd waarom OPTA zou hebben moeten uitgaan van een AAA-rating, hetgeen zou neerkomen op de zeldzame situatie dat risico nagenoeg afwezig is. Voorts is in het rapport van Mazars weliswaar aangesloten bij het risicoprofiel van TenneT, maar is bij de bepaling van de risico-opslag voor vreemd vermogen tevens gekeken naar in het verleden door kredietverstrekkers gehanteerde opslagen bij aan Nozema verstrekte leningen. Op grond hiervan is uitgegaan van een AA-/A-rating, met een op het moment van beoordeling bijpassende risico-opslag van 0,75 [procent]. Het College acht dit niet onredelijk.”

In de meeste procedures zijn de argumenten van de verzoeker niet specifiek gericht op het risico-profiel en de risico-opslag van de onderneming, maar op de overeenkomsten met een of meer specifieke ondernemingen in de vergelijkingsgroep. Uit de overwegingen blijkt dat het CBb de overeenkomsten in de financieringsstructuur, het reguleringskader en de omvang van de investeringen voldoende acht om een onderneming in de vergelijkingsgroep op te nemen:

- *Voor de inschatting van het risicoprofiel van Nozema is aansluiting gezocht bij TenneT, gelet op: (1) de aard van de door de bedrijven geëxploiteerde infrastructuur (die niet gemakkelijk is te dupliceren en waarbij het risico dat leegstand optreedt als gevolg van wegvallende vraag zeer gering is), en (2) de financieringsstructuur (beide bedrijven zijn grotendeels met eigen vermogen gefinancierd). Het CBb was het eens met OPTA dat vergelijking met Amerikaanse tower operators minder voor de hand lag, omdat zij (1) als beursgenoteerde ondernemingen een andere financieringsstructuur kennen, (2) in een andere, meer competitieve markt opereren en (3) ook veel andere bedrijfsactiviteiten hebben naast het exploiteren van antennes en masten. Het betoog van Nozema bevatte “onvoldoende aanknopingspunten” om te twijfelen aan de juistheid van de uitgangspunten.¹⁰⁴*
- *“Naar het oordeel van het College heeft ACM voldoende onderbouwd dat de betrokken ondernemingen vergelijkbaar zijn met TenneT. TenneT heeft niet betwist dat de ondernemingen in de vergelijkingsgroep binnen hun bedrijfsvoering te maken hebben met omvangrijke investeringen en worden gereguleerd. De hiermee verbonden risico’s komen tot uitdrukking in de bèta die ACM aan de hand van deze groep heeft vastgesteld. Het is weliswaar niet uitgesloten dat TenneT per saldo hogere risico’s loopt dan ondernemingen in de vergelijkingsgroep, maar het ligt – gelet op de onderbouwde stelling van ACM dat de ondernemingen voldoende vergelijkbaar zijn met TenneT – op de weg van TenneT om concrete omstandigheden aan te dragen die daarop wijzen.”¹⁰⁵*
- *Uit de beoordeling van de klacht dat de verweerder bij de risico-opslag onvoldoende rekening had gehouden met volumeschommelingen (verweerder stelde dat slechts nog 20 procent van de inkomsten van de regionale netbeheerders gas afhankelijk is van volumeschommelingen), volgt dat het College de inkomsten ook als karakteristiek aanmerkt.¹⁰⁶*
- *“Het College kan uit het voorgaande geen andere conclusie trekken dan dat PwC, anders dan Frontier, niet is uitgegaan van een vergelijkingsgroep met een gemiddelde rating die overeenstemt met die van de Nederlandse gasnetbeheerders en dat hierdoor – op zijn minst voor een deel – wordt verklaard dat PwC uitkomt op een hogere renteopslag. Het [...] ingebrachte onderzoek kan [...] geen afbreuk doen aan de door verweerder op grond van het onderzoek van Frontier gedane vaststelling [...].”¹⁰⁷*

Het CBb houdt niet alleen rekening met de objectief waarneembare karakteristieken van de ondernemingen in de vergelijkingsgroep, maar ook met de doelstellingen van de overheid:

- *“Voorzover OPTA voorts heeft overwogen dat het marktrisico van Nozema lager is dan dat van bedrijven die interconnectiediensten aanbieden, acht het College dat uitgangspunt eveneens redelijk, omdat bij (gereguleerde) interconnectiediensten, in tegenstelling tot het onderhavige geval, over het algemeen wordt getracht infrastructuurconcurrentie te bevorderen. Dit betekent eveneens dat het risico op wegvallende vraag – als gevolg van het aanleggen van eigen infrastructuur – bij Nozema geringer is, zoals OPTA terecht heeft overwogen. Uit de stukken en het verhandelde ter zitting blijkt voorts dat aannemelijk is, anders dan Nozema heeft betoogd, dat de vraag naar FM-frequenties zo groot is, dat het risico op vraaguitval ook daarom zeer gering is.”¹⁰⁸*
- *“Nee, want: hoogte van de WACC ten aanzien van GTS is gebaseerd op de door de minister van Economische Zaken vastgestelde beleidsregel van 7 juli 2008. Die beleidsregel geldt niet voor de regionale netbeheerders. Hierbij komt dat aan de beleidsregel het beleidsvoornemen ten grondslag lag het Nederlandse gasnet te positioneren als knooppunt in Noordwest Europa waarvoor GTS*

¹⁰⁴2008:BD1064.

¹⁰⁵2015:272.

¹⁰⁶2009:BK1790.

¹⁰⁷2009:BK1790.

¹⁰⁸2008:BD1064.

aanzienlijke investeringen zal moeten plegen, die de regionale gasnetbeheerders niet hoeven te doen. Het risico dat is gemoeid met het doen van deze investeringen acht het College, anders dan Netbeheer, een relevant verschil. De situatie van de regionale netbeheerders verschilt aldus in relevante mate van die van GTS.”¹⁰⁹

- *“NMa heeft gesteld dat het risicoprofiel van GTS is bepaald aan de hand van de aard van de activiteiten en de wijze van regulering van de onderneming en dat de gekozen vergelijkingsgroep dezelfde kenmerken heeft als GTS, ook voor wat betreft de omstandigheid dat investeringsrisico’s worden afgedekt (met afnamecontracten). Dit wordt bevestigd door het rapport van NERA van 22 mei 2012 waarnaar NMa verwijst (“CBb Appeals AWB 11/1015 tot 11/1020 and 11/1023 to 11/10 34 S2: Review of Appeals bij VEMW and Energie Nederland”). In het door VEMW gestelde, vindt het College geen aanleiding de juistheid het standpunt van NMa in twijfel te trekken.”¹¹⁰*

Hoewel zowel de objectieve kenmerken van de ondernemingen als de reguleringsdoelstellingen in de beoordeling worden betrokken, is volgens het CBb het daadwerkelijke risicoprofiel van de gereguleerde onderneming dat voortvloeit uit dit geheel van variabelen doorslaggevend:

- *“Ook de omstandigheid dat TenneT wordt onderworpen aan een totale kostenbenadering en een internationale benchmark, leidt niet zonder meer tot die conclusie. Indien ondernemingen in de vergelijkingsgroep aan een andersoortige vorm van regulering (tarieftoezicht) zijn onderworpen, betekent dit niet dat aandeelhouders van die ondernemingen (wezenlijk) minder risico lopen en dus lagere rendementseisen stellen. De door TenneT opgeworpen omstandigheden werken wellicht op zichzelf genomen risico verhogend, maar daaruit volgt niet dat TenneT per saldo hogere risico’s loopt dan ondernemingen in de vergelijkingsgroep.”¹¹¹*

Onduidelijk is echter de impact van de aandeelhouder op het risicoprofiel van de onderneming, meer specifiek of het feit dat de aandeelhouder een publieke instantie is, leidt tot een lager risicoprofiel:

- *De klacht dat Nozema een AAA-rating zou hebben, indien zij zou zijn beoordeeld door kredietbeoordelaars, faalt bij gebrek aan motivering. Volgens het CBb zijn er geen argumenten aangevoerd voor een AAA-rating (de zeldzame situatie dat risico nagenoeg afwezig is). Verweerder heeft bij de bepaling van de risico-opslag voor vreemd vermogen tevens ook gekeken naar in het verleden door kredietverstrekkingen gehanteerde opslagen bij aan Nozema verstrekte leningen, een werkwijze die het CBb niet onredelijk achtte.¹¹²*
- *CBb wijst het argument dat NOVEC als staatsbedrijf kan profiteren van de AAA-rating van de overheid en dus geen risico-opslag voor vreemd vermogen hoeft te worden gehanteerd, van de hand, verwijzend naar ECLI:NL:CBB:2008:BD1064.¹¹³*
- *“Het argument dat Netbeheer aanvoert tegen de stelling van verweerder dat temperatuurrisico’s volledig diversificeerbaar zijn – te weten dat de Wet FIDO lagere overheden zou belemmeren in hun beleggingsmogelijkheden – kan naar het oordeel van het College niet slagen. De Wet FIDO bevat instrumenten die de risico’s beperken die provincies en gemeenten lopen bij lenen en beleggen. Niet is gebleken dat de Wet FIDO lagere overheden niet langer in staat stelt door middel van een gediversificeerde beleggingsportefeuille niet-systematische risico’s te spreiden. Verweerder heeft er, onder aanhaling van wetenschappelijk onderzoek, bovendien op gewezen dat het feit dat gasnetbeheerders lagere overheden als aandeelhouders hebben, veeleer bijdraagt aan een lager risicoprofiel, omdat belanghebbenden vertrouwen op de impliciete garanties die voortkomen uit publiek aandeelhouderschap.”¹¹⁴*

De uitspraken van het College zijn grotendeels consistent. Wel merk ik op de hierboven beschreven rechtsregels met betrekking tot de impact van staatsaandeelhouderschap op het risicoprofiel, niet eenduidig zijn. In de praktijk is het mogelijk om empirisch (statistisch) vast te stellen of er een verband is tussen staatsaandeelhouderschap en lagere WACC-waarden. De rechtspraak met betrekking tot dit aspect van de WACC is, mijns inziens, wel coherent. Het is duidelijk hoe de vergelijkingskenmerken met elkaar in verband staan en hoe zij bijdragen aan de vergelijkbaarheid met de gekozen onderneming.

¹⁰⁹2009:BK1790.

¹¹⁰2012:BY2307.

¹¹¹2015:272.

¹¹²2008:BD1064.

¹¹³2014:126.

¹¹⁴2009:BK1790.

5.4 Kostenvoet eigen vermogen

5.4.1 Marktrisicopremie

De relevante algemene regels zoals weergegeven in 5.1 en 5.2, gelden ook bij de vaststelling van de marktrisicopremie. Het College richt zich in haar rechtsoverwegingen omtrent deze parameter vooral op de motivatie, zonder nadere (sub)regels te formuleren.

- *Het bestuursorgaan verwijst naar aanleiding van de klacht van verzoeker dat de marktrisicopremie te hoog is vastgesteld, naar de benadering van de toenmalige NMa [...] (zie 2009:BK1790), die door het College wordt herhaald: “Bij de ex-post bepaling van de marktrisicopremie acht verweerder het van belang uit te gaan van een zo lang mogelijke tijdsperiode met betrouwbare data. [...] Ook het gebruik van ex-ante gegevens bij het vaststellen van de marktrisicopremie is relevant. [...] Rekening houdend met onzekerheidsfactoren ten aanzien van de hoogte van de marktrisicopremie hanteert verweerder een bandbreedte en wel van 4 tot 6 [procent]. Hetgeen tegen het in die zaak bestreden besluit werd aangevoerd, gaf het College geen aanleiding om de door NMa gemaakte keuze niet rechtmatig te achten.”¹¹⁵*
- *Vanwege de fluctuatie van de marktrisicopremie in de tijd acht het College de peildatum van het vaststellen van de marktrisicopremie bijzonder gewicht toe. De resultaten van DMS uit 2002 kunnen niet leidend zijn voor een besluit waarvan de peildatum in 2009 (althans, de motivatie van appellant daaromtrent was onvoldoende).¹¹⁶*
- *TenneT stelt dat ACM bij het bepalen van de marktrisicopremie aan de hand van het Capital Asset Pricing Model (CAPM) de keuze voor het gebruik van historische (ex post) gegevens uit database van Dimson, Marsh en Stauton (DMS) en niet de ex ante (toekomst-georiënteerde) gegevens uit de Dividend Growth Models (DGM) – onvoldoende heeft gemotiveerd. Volgens TenneT is in eerdere methodebesluiten gekozen voor een middeling en is het nu achterwege laten daarvan inconsistent. Ook stelt TenneT dat er geen wetenschappelijk consensus over welke beste schatter de beste methode is. Het CBb overweegt dat ACM verwijst voor haar voorkeur voor CAPM naar de deskundige (Brattle), waarin wordt betoogd dat een toekomstgeoriënteerde schatting weliswaar accuraat is maar ook relatief volatiel, wat bij een reguleringsperiode die, zoals hier, meerdere jaren bestrijkt, als een serieus nadeel moet worden gezien. Historische gegevens bieden de benodigde stabiliteit. [...] Door de neerwaartse correctie die bij een schatting van de verwachte marktrisicopremie op basis van historische gegevens pleegt te worden toegepast, achterwege te laten (in navolging van het advies van Brattle), heeft ACM rekening gehouden met de hogere schatting op basis van anticiperende gegevens. Volgens het College is de wijze waarop ACM de marktrisicopremie heeft vastgesteld zo “redelijk en deugdelijk onderbouwd”.¹¹⁷*
- *Instemmend met Netbeheer acht het CBb wel dat het bestuursorgaan (ACM) concreet inzicht moet kunnen geven in de omvang van de niet toegepaste neerwaartse correctie. Het CBb constateert op basis van het deskundigenoordeel dat de neerwaartse correctie een omvang van tussen de 80 en 130 basispunten zou hebben gehad, en concludeert dat ACM de wijze waarop de marktrisicopremie heeft vastgesteld, deugdelijk heeft onderbouwd.¹¹⁸*

De jurisprudentie van het College omtrent de vaststelling van de marktrisicopremie vertoont geen tegenstrijdigheden. Het CBb laat het bestuursorgaan aanzienlijke beoordelingsruimte en formuleert geen algemene rechtsregels waaraan de vaststelling van deze parameter dient te voldoen.

5.4.2 Bèta

Net zoals ten aanzien van de vaststelling van de marktrisicopremie en de vergelijkingsgroep, formuleert het College bij de beoordeling van beroepen tegen de vastgestelde bèta relatief weinig algemene subregels en staat de motivatie van de klachten centraal.

Het CBb heeft in meerdere uitspraken het doel van de berekening van de bèta aan de hand van een vergelijkingsgroep (zie 3.3) beschreven:

¹¹⁵2014:126.

¹¹⁶2014:126.

¹¹⁷2015:272. Zie ook 2015:44.

¹¹⁸2015:45.

- “Bèta is een maat voor het risico dat wordt gelopen bij de uitoefening van de activiteiten van een onderneming ten opzichte van het risico van de activiteiten van de markt als geheel. Omdat Nederlandse ziekenhuizen niet beursgenoteerd zijn, is het niet mogelijk om de bèta op basis van geobserveerde marktdata van de ziekenhuizen zelf te berekenen en dient te worden uitgegaan van ondernemingen met soortgelijke activiteiten die wèl beursgenoteerd zijn.”¹¹⁹
- Verweerder stelt dat nu netbeheerders niet beursgenoteerd zijn, de bèta is vastgesteld op basis van het rendement op aandelen van een groep beursgenoteerde buitenlandse ondernemingen, die evenals, TenneT, GTS en de regionale netbeheerders (mede) actief zijn op het gebied van elektriciteit en gas en (voornamelijk) netbeheer uitvoeren. Het CBb overweegt dat nu het bij gebreke van een beursnotering, onmogelijk is om de beta van TenneT op basis van geobserveerde marktdata van TenneT zelf te berekenen, Verweerder is aangewezen op vergelijkbare ondernemingen die wel beursgenoteerd zijn.¹²⁰
- “Deze asset- β heeft betrekking op het risico van een specifieke sector ten opzichte van de economie als geheel en is relevant voor het bepalen van de risico-opslag in het kader van de WACC.”¹²¹

In de meeste procedures waarin de klacht van de verzoeker de hoogte van de vastgestelde (asset- of equity-)bèta betreft, ziet de motivering wederom op de overeenkomsten met de ondernemingen in de vergelijkingsgroep:

- *asset-bèta: De appellant (Broadcast) had haar standpunt gestaafd met het rapport van haar (eigen) deskundige. De deskundige van het bestuursorgaan was van mening dat het risicoprofiel mede aan de hand van in het verleden door banken gehanteerde opslagen bij financiering van Broadcast moest worden bepaald. De appellant had de argumenten van laatstgenoemde deskundige niet gemotiveerd weerlegd. Het College zag daarvoor ook geen redenen, en de beroepsgrond faalde.*¹²²
- *asset-bèta: Als reactie op de klacht dat het risico van NOVEC lager is dan dat van een exploitant van antennesystemen, stelt ACM dat hiermee rekening is gehouden, door een lager risicoprofiel te hanteren [MT: i.v.m. doorberekening kosten en minder concurrentie]. College ziet geen aanleiding om te oordelen dat ACM het lagere risicoprofiel van NOVEC onvoldoende heeft verdisconteerd.*¹²³
- *asset-bèta: “De vraag is derhalve hoe het risico van mobiele aanbieders als Vodafone dient te worden ingeschat, waarbij het er in dit specifieke geval met name om gaat of dit risico lager ligt dan in het verleden het geval was.” [OPTA wijst op het deskundigenrapport: “(...) het risico van mobiele partijen in die periode is gedaald. Zo acht de markt de verwachtingen, business modellen en de forecasts concreter en positiever dan in het verleden.”. Hetgeen Vodafone heeft aangevoerd, doet aan deze constatering geen afbreuk en het College ziet derhalve geen aanleiding om te oordelen dat OPTA de WACC had dienen te baseren op een hogere [asset-bèta].*¹²⁴
- *equity-bèta: In 2009:BK1790, rekent de toezichthouder met een equity bèta: “De hoogte van de equity bèta is mede afhankelijk van de voor de onderneming geldende belastingvoet en van de wijze van financiering van de onderneming. Om de bèta’s van ondernemingen vergelijkbaar te maken, wordt eerst de asset bèta berekend, waarbij voor genoemde factoren wordt gecorrigeerd. Vervolgens wordt de asset bèta van de vergelijkingsgroep omgezet in een equity bèta voor de netbeheerders.” Ten aanzien van de klacht dat een buitenlandse toezichthouder een hogere bèta hanteert voor gasbedrijven, stelt het College vast dat de situatie in Nieuw Zeeland in belangrijke opzichten afwijkt van die van Nederland, met name het geval omdat daar gasbedrijven de mogelijkheid hebben om aanzienlijk uit te breiden, hetgeen naar verwachting zal leiden tot investeringsbeslissingen die risico’s met zich brengen. Daarnaast oordeelt het CBb dat een beroep op het ingebrachte deskundigenrapport niet slaagt, omdat de gekozen vergelijkingsgroep voor een deel bestaat uit Amerikaanse bedrijven met een hogere bèta dan niet-Amerikaanse gasbedrijven en dus niet met zekerheid kan worden geconcludeerd dat de bèta voor gasbedrijven gemiddeld hoger ligt.*

¹¹⁹2014:431.

¹²⁰2015:272.

¹²¹2011:BR6195.

¹²²2008:BD1064.

¹²³2014:126.

¹²⁴2011:BR6195.

- *equity-bèta: Naar het oordeel van het College heeft Verweerder voldoende onderbouwd dat de betrokken ondernemingen vergelijkbaar zijn: “Tennet heeft niet betwist dat deze ondernemingen in de groep te maken hebben met omvangrijke investeringen en worden gereguleerd. De hiermee verbonden risico’s komen tot uitdrukking in de beta die ACM aan de hand van deze groep heeft vastgesteld. Het is weliswaar niet uitgesloten dat TenneT per saldo hogere risico’s loopt dan ondernemingen in de vergelijkingsgroep, maar het ligt – gelet op de onderbouwde stelling van ACM dat de ondernemingen voldoende vergelijkbaar zijn met TenneT – op de weg van TenneT om concrete omstandigheden aan te dragen die daarop wijzen.”*¹²⁵

De rechtspraak omtrent de vaststelling van de bèta is voornamelijk feitelijk van aard en bevat nauwelijks subregels. De procedures zijn in de regel gericht zijn op de keuze van de vergelijkingsgroep en de vaststelling van het risicoprofiel van de onderneming aan de hand van de gekozen karakteristieken. Ik heb geen tegenstrijdigheden tussen de verschillende uitspraken gevonden en acht ik deze consistent. De samenhang tussen de rechtsoverwegingen in de jurisprudentie omtrent de bèta is op punten minder helder. Het is met name niet duidelijk welk gewicht de verwachtingen van de vermogensverschaffers en de reguleringsdoelstellingen in een concrete procedure zullen hebben. Daar staat tegenover dat de weging van de relevante beginselen in een concrete procedure de noodzakelijke rechterlijke flexibiliteit verschaft die scherpe regels niet kunnen bieden.

5.5 Algemene Opslagen: Benchmarking

Zoals blijkt uit de rechtspraak, stemt het bestuursorgaan de wijze waarop de WACC wordt vastgesteld, in de praktijk vaak af op de vaststellingen van toezichthouders in omliggende landen. Dit impliceert dat niet alleen de vaststelling van de individuele componenten van de WACC en de daaruit voortvloeiende bandbreedte een rol spelen, maar ook of de uiteindelijke hoogte van de gekozen of “geschatte” WACC (de “point-estimate”) binnen de bandbreedte van een relevante vergelijkingsgroep van schattingen (de “benchmark”) valt. Bij de beoordeling van beroepen omtrent “benchmarking”, gebruikt het CBb relatief meer algemene subregels.

Dat het CBb gewicht toekent aan benchmarking en aan de plaats van de vastgestelde WACC ten opzichte van de benchmark, blijkt onder meer uit de volgende overweging:

- *“Het College heeft geconstateerd dat OPTA ten opzichte van andere Europese toezichthouders voor de regulering van telecombedrijven een WACC hanteert die weliswaar relatief laag is, maar niet buiten de bandbreedte valt: de Deense toezichthouder hanteert eenzelfde percentage.”*¹²⁶

Een voorwaarde voor de toepasbaarheid van een gehanteerde benchmark is wel dat de gekozen markten en reguleringsdoeleinden vergelijkbaar zijn:

- *De stelling van Netbeheer dat de WACC in internationaal perspectief onverantwoord laag is: “Dat de Belgische en Finse toezichthouder een opslag hanteren voor de illiquiditeit van de aandelen van niet-beursgenoteerde netbeheerders, is op zichzelf geen reden dat verweerder dit ook moet doen. Bovendien heeft verweerder hier tegenover gesteld dat nog steeds de overgrote meerderheid van toezichthouders in Europa de opslag niet hanteert”. Verder: “Dat de toezichthouder in Frankrijk een hogere bèta hanteert voor gasbedrijven, vindt blijkens het PwC-rapport 2008 zijn verklaring in een hogere concurrentiedruk die gasbedrijven zouden ondervinden ten opzichte van elektriciteitsbedrijven.” Het College overweegt vervolgens dat een hogere concurrentiedruk niet impliceert dat het bestuursorgaan gehouden is om ook een hogere bèta, omdat de deskundige (Erasmus) het onwaarschijnlijk dat er parallel in verschillende netwerken wordt geïnvesteerd en dat, mede door de wijze van regulering, de invloed van eventuele concurrentie op het behaalde rendement beperkt zal zijn. Ten aanzien van de stelling dat een aantal toezichthouders een conservatieve waarde hanteert als zij van mening zijn dat de bèta’s niet nauwkeurig kunnen worden vastgesteld, stelt Verweerder (via Erasmus) dat de bèta slechts een hulpmiddel is om de opslag voor het eigen vermogen af te stellen en dat de gehanteerde opslag niet significant afwijkt van door andere Europese toezichthouders gehanteerde waarden.*¹²⁷
- *“Het feit dat één land een hogere bèta hanteert voor gasbedrijven dan elektriciteitsbedrijven leidt niet tot het oordeel dat verweerder niet had mogen afzien van een opslag. Te minder daar, zoals*

¹²⁵2015:272.

¹²⁶2011:BR6195.

¹²⁷2009:BK1790.

verweerder onweersproken in zijn verweerschrift heeft aangegeven, de situatie in Nieuw Zeeland in belangrijke opzichten afwijkt van die van Nederland. Dit is met name het geval omdat in Nieuw Zeeland gasbedrijven anders dan elektriciteitsbedrijven nog de mogelijkheid hebben om aanzienlijk uit te breiden, hetgeen, naar het College begrijpt, naar verwachting zal leiden tot investeringsbeslissingen die risico's met zich brengen.”¹²⁸

- “Naar aanleiding van de conclusie van PwC dat andere toezichthouders een hogere WACC hanteren, heeft Erasmus aangegeven dat PwC de WACC voor regionale gasnetbeheerders onder andere vergelijkt met de WACC voor postbedrijven, luchtvaart en telecommunicatie, terwijl het risicoprofiel in deze industrieën afwijkt van dat van het netbeheer in de energiesector. Erasmus heeft er voorts op gewezen dat om een goede vergelijking te maken, de WACC dient te worden gecorrigeerd voor verschillen in belastingvoet en inflatie, waarvan PwC zich geen rekenschap zou hebben gegeven.”¹²⁹

Tevens moet worden opgemerkt dat een opslag van de WACC voor risico's in verband met instabiele en onvolledige reguleringssystematiek voor de Nederlandse gasnetbeheerders, bovenop het resultaat van de benchmark, in principe mogelijk lijkt te zijn.¹³⁰ Voor de vergelijkbaarheid van de vaststellingen die deel uitmaken van de benchmarking, acht het College uiteindelijk niet de karakteristieken van belang, maar het risico dat deze karakteristieken voor de gereguleerde onderneming impliceren, mits empirisch onderbouwd door de moverende partij:

- “Ook de omstandigheid dat TenneT wordt onderworpen aan een totale kostenbenadering en een internationale benchmark, leidt niet zonder meer tot die conclusie. Indien ondernemingen in de vergelijkingsgroep aan een andersoortige vorm van regulering (tarieftoezicht) zijn onderworpen, betekent dit niet dat aandeelhouders van die ondernemingen (wezenlijk) minder risico lopen en dus lagere rendementseisen stellen. De door TenneT opgeworpen omstandigheden werken wellicht op zichzelf genomen risico verhogend, maar daaruit volgt niet dat TenneT per saldo hogere risico's loopt dan ondernemingen in de vergelijkingsgroep.”¹³¹
- “De algemene verwijzing naar hogere reguleringsrisico's in Nederland zoals deze volgens TenneT blijken uit onderzoek van de Florence School of Regulation is daarvoor niet toereikend. TenneT heeft op geen enkele wijze toegelicht welke concrete bevindingen in dit onderzoek steun bieden voor de door haar bepleite conclusie dat zij ten opzichte van de ondernemingen in de vergelijkingsgroep specifiek hogere reguleringsrisico's loopt die zich in marktomstandigheden zouden vertalen in hogere rendementseisen.”¹³²

De rechtsoverwegingen in het bovenstaande overzicht zijn mijns inziens onderling consistent. Er bestaat *a priori* geen tegenstrijdigheid tussen het uitgangspunt dat voor de benchmark de gekozen markten dezelfde karakteristieken (zowel feitelijk als qua reguleringsdoel) dienen te hebben als de Nederlandse gereguleerde markt, en het uitgangspunt dat uiteindelijk het ondernemersrisico doorslaggevend is bij de daadwerkelijke beoordeling van de toepasselijkheid van de benchmark. Ook zijn deze uitgangspunten verenigbaar met het uitgangspunt dat de benchmark als bandbreedte functioneert waarmee kan worden beoordeeld of het bestuursorgaan met de vastgestelde WACC binnen de beoordelingsruimte is gebleven.

5.6 Algemene Opslagen 2: Investerings in infrastructuur

Zoals blijkt uit het wettelijk kader (zie 2), dient de bestuurder bij de vaststelling van het redelijk rendement een balans te vinden tussen een verscheidenheid aan factoren, onder meer het simuleren van marktconcurrentie en het bieden van financiële prikkels voor investeringen door gereguleerde ondernemingen.

Bij de vaststelling van de WACC, heeft het bestuursorgaan de beoordelingsruimte om in de WACC een opslag voor investeringen op te nemen. Bovendien kan het bestuursorgaan met de vastgestelde WACC een asymmetrische spreiding van risico's bewerkstelligen:

¹²⁸2009:BK1790.

¹²⁹2009:BK1790.

¹³⁰Zie r.o. 13.4.6, 2009:BK1790.

¹³¹2015:272.

¹³²2015:272.

- “Om investeringen aan te moedigen heeft de OPTA rekening gehouden met systematische risico’s die samenhangen met glasinvesteringen en met asymmetrische reguleringsrisico’s, door respectievelijk een glasopslag en een minimale vaste opslag voor reguleringsrisico in de all-risk WACC op te nemen.” (2012:BZ1010, 2014:285).
- Door een asymmetrische opslag voor reguleringsrisico’s op te nemen, kan de toezichthouder een meevallende marktsituatie simuleren die representatief kan worden geacht voor rendementstijgingen behorend bij meevallende marktsituaties in algemene zin, ongeacht de feitelijke grondslag. De toezichthouder mag afzien van actualisatie van de opslag in het belang van reguleringseerbaarheid. (2014:285)
- Een eenmalige bijdrage is niet in strijd van de kostenoriëntatie en bewerkstelligt een spreiding van het investeringsrisico tussen Reggefiber en de alternatieve aanbieders. In feite gaat het dus niet om een in het normrendement (WACC) opgenomen risicovergoeding, maar een beperking van de risico’s voor Reggefiber (2014:285)

De door het CBb geformuleerde rechtsregels met betrekking tot deze categorie opslagen, bevatten geenszins een beperking van de beoordelingsruimte van het bestuursorgaan. De rechtsoverwegingen acht ik niet tegenstrijdig en gefundeerd op het doelmatigheidsbeginsel.

5.7 Algemene Opslagen 3: Kapitaalverschaffers

De uitwerking van het kapitaalverschaffersbeginsel met behulp van verschillende academische varianten van het CAPM model (zie 3) kan leiden tot het hanteren van opslagen op de kostenvoet eigen vermogen, die kapitaalverschaffers volgens deze academische stromingen eisen ter compensatie van de gelopen risico’s. Bij de beoordeling van stellingen die dergelijke opslagen voorstellen, formuleert het CBb relatief meer algemene subregels.

Het 3-factoren model van Fama en French (zie 3) bevat een opslag voor het extra risico dat aandelen van ondernemingen met een kleine marktkapitalisatie ten opzichte van ondernemingen met een grote marktkapitalisatie bieden (SMB, ook wel “small firm premium” of SFP genoemd). Het CBb heeft deze risico-opslag in het verleden niet gehonoreerd: textit

1. Het College stelt vast dat in het door appellante bij repliek overgelegde rapport van PwC wordt onderschreven dat het hanteren van de SFP niet onomstreden is in de academische literatuur en in de Nederlandse waarderingpraktijk. Onder die omstandigheid ziet het College geen grond voor het oordeel dat de keuze had moeten worden gemaakt om de SFP in de WACC op te nemen.¹³³

Op grond van de portfoliotheorie van Markowitz, wordt algemeen dat de rationele investeerder geen compensatie behoeft voor niet-systematische (d.w.z. idiosyncratische) risico’s, die hij door spreiding kan minimaliseren:

- *Aanpassing vanwege de specifieke risico’s van de energiesector in Nederland acht verweerder niet nodig, omdat deze – niet-systematische – risico’s door een investeerder kunnen worden geëlimineerd door het aanhouden van een beleggingsportefeuille met voldoende omvang en spreiding. Het CBb acht deze onderbouwing van het bestuursorgaan voldoende.*¹³⁴

Minder duidelijk binnen het stelsel van regels voortvloeiende uit het kapitaalverschaffersbeginsel is de volgende overweging:

- *“Het argument dat Netbeheer aanvoert tegen de stelling van verweerder dat temperatuurrisico’s volledig diversificeerbaar zijn – te weten dat de Wet FIDO lagere overheden zou belemmeren in hun beleggingsmogelijkheden – kan naar het oordeel van het College niet slagen. [...] Verweerder heeft er, onder aanhaling van wetenschappelijk onderzoek, bovendien op gewezen dat het feit dat gasnetbeheerders lagere overheden als aandeelhouders hebben, veeleer bijdraagt aan een lager risicoprofiel, omdat belanghebbenden vertrouwen op de impliciete garanties die voortkomen uit publiek aandeelhouderschap.”*¹³⁵

¹³³2015:317, 2015:318, 2015:319. Anders dan in 2016:15 (5.2), betreft het hier geen daadwerkelijke kosten van de netbeheerder, maar de keuze voor een bepaalde waarderingstechniek. Deze keuzes vallen mijns inziens binnen de beoordelingsruimte van de toezichthouder (5.2).

¹³⁴2009:BK1790.

¹³⁵2009:BK1790.

Deze overweging lijkt *prima facie* inconsistent met het uitgangspunt dat de WACC het verwachte rendement van de kapitaalverschaffers weerspiegelt, zoals berekend door geobserveerde marktwwaarden. Als (vanuit het oogpunt van een competitieve markt) wordt uitgegaan van de rendementseisen die de generieke vermogensverschaffer zou eisen, dan lijkt dat uit te sluiten dat rekening kan worden gehouden met lagere overheden als aandeelhouders. Maar als voor de vaststelling van het risicoprofiel wél rekening kan worden gehouden met publiek aandeelhouderschap, dan dient wellicht aan de stellingen in de procedures omtrent Nozema en NOVEC (dat als staatsbedrijf kan worden geprofiteerd van de AAA-rating van de overheid)¹³⁶ meer gewicht te worden toegekend. Het antwoord lijkt echter dat, zoals geldt voor alle componenten van de WACC, dat het CBb geen algemene regel kán formuleren, omdat de waardering van de onderneming door de kapitaalverschaffers afhangt van de unieke omstandigheden van elk afzonderlijk geval.

Het laatste aspect van het kapitaalverschaffersbeginsel dat ik onder de aandacht wil brengen, is de opslag vanwege illiquiditeit van aandelen (“liquidity premium”).¹³⁷ Het bestuursorgaan is niet gehouden om een dergelijke opslag te hanteren:

- *“Verweerder heeft naar het oordeel van het College voldoende beargumenteerd dat hij in het onderhavige geval niet was gehouden te voorzien in een extra risico-opslag vanwege de illiquiditeit van aandelen in gasbedrijven. [...] Dat de Belgische en Finse toezichthouder een opslag hanteren voor de illiquiditeit van de aandelen van niet-beursgenoteerde netbeheerders, is op zichzelf geen reden dat verweerder dit ook moet doen. Bovendien heeft verweerder hier tegenover gesteld dat nog steeds de overgrote meerderheid van toezichthouders in Europa de opslag niet hanteert.”*¹³⁸
- *Met illiquiditeit houdt verweerder al voldoende rekening door de onderliggende parameters conservatief te schatten en een bandbreedte te hanteren.*¹³⁹

De rechtsoverwegingen van het College omtrent algemene opslagen die kapitaalverschaffers zouden eisen, is in zoverre consistent, dat het bestuursorgaan in beginsel niet gehouden is om deze opslagen te hanteren. Het CBb lijkt het bewijs van de waardering van het risicoprofiel die kapitaalverschaffers in het voorliggende geval aan de gereguleerde onderneming zouden toekennen en de compensatie die zij zouden eisen voor dit risico, het meest relevant te achten. Echter, als dat de regel is die het CBb wenst te hanteren, dan kunnen de rechtsoverwegingen waarin het CBb de motivering van de toezichthouder overneemt zonder toelichting, zoals in de hiervoor toegelichte uitspraken gepubliceerd in de periode 2008-2009, mogelijk tot verwarring leiden.

5.8 Algemene Opslagen 4: Omissies

De laatste groep algemene opslagen heeft betrekking op omstandigheden die niet in het WACC-model zijn opgenomen of bij de vaststelling van de parameters zijn verdisconteerd. Een veel voorkomende omstandigheid is de financiële crisis van 2008. Ook hier hanteert het CBb relatief weinig algemene regels en staat voornamelijk de onderbouwing van de stellingen centraal.

Voorop staat dat het bestuursorgaan niet *expliciet* rekening hoeft te houden met deze omstandigheid:

- *“Verweerder [heeft] bij de vaststelling van de voor de WACC relevante parameters [...] de gebruikte gegevens heeft geactualiseerd aan de hand van een door Frontier op 8 april 2008 uitgebracht rapport. Voor zover er op dat moment reeds sprake was van een door onrust op de financiële markten veroorzaakte toename van de renteopslag, was hiermee ten tijde van het nemen van het bestreden besluit op 25 april 2008 derhalve rekening gehouden. Dat de kredietcrisis nadien aanzienlijk verergerde, was een ontwikkeling die verweerder ten tijde van het bestreden besluit niet behoeft te voorzien.”*¹⁴⁰

Daarnaast is het bestuursorgaan ook niet verplicht om de WACC te corrigeren om de effecten van deze omstandigheden te dempen, aangezien een kapitaalverschaffer deze effecten eveneens in de waardering zou verdisconteren:

¹³⁶Zie paragraaf 5.3.2, 2008:BD1064 en 2014:126.

¹³⁷Deze premie is een verklaring voor het waargenomen verschil tussen de prijzen van twee financiële instrumenten die gelijke kenmerken hebben, behalve dat er meer wordt gehandeld in het financiële instrument met de lagere prijs (m.a.w. er bestaat een “meer liquide” markt voor dat instrument).

¹³⁸2009:BK1790.

¹³⁹2009:BK1790.

¹⁴⁰2009:BK1790.

- *“Het uitgangspunt van NMa is dat een vermogenskostenvergoeding wordt vastgesteld die redelijk kan worden geacht voor de hoogte van de vermogenskosten aan het einde van de reguleringsperiode. De WACC in het laatste jaar van de reguleringsperiode is een afspiegeling van de vergoeding die de vermogensverschaffers voor dat jaar eisen, waarbij die eis is gebaseerd op informatie over de financiële markten die voorafgaand aan dat jaar (dus voor de tweede reguleringsperiode in 2008) bij de vermogensverschaffers aanwezig is. De juistheid van dit uitgangspunt is niet bestreden. Naar het oordeel van het College heeft NMa terecht geconcludeerd dat geen aanleiding bestond tot het – in afwijking van de gehanteerde methode – achterwege laten van de gegevens uit het jaar 2008. De WACC dient de marktverwachtingen van de vermogensverschaffers te weerspiegelen.”¹⁴¹*
- *“Uit de stukken blijkt dat NMa uitgaat van een brede inbedding van de WACC-waarde door het betrekken van historische gegevens die representatief zijn voor de waardeontwikkeling van de WACC-parameters in de energiesector. Dezelfde methode is gehanteerd ten behoeve van het vaststellen van de WACC voor de regionale netbeheerders gas en de landelijke netbeheerder elektriciteit. De brede inbedding is ingegeven door het streven een degelijke, stabiele WACC vast te stellen, die bestand is tegen marktontwikkelingen gedurende de reguleringsperiode. [...] Het niet betrekken van de gegevens over het jaar 2009 bij de vaststelling van de WACC voor de tweede reguleringsperiode heeft NMa toereikend onderbouwd met de uiteenzetting van de wijze waarop financiers hun vermogensvergoeding bepalen. De stelling van VEMW in dit verband dat NMa er kennelijk vanuit gaat dat financiers hun beslissingen nemen op het moment dat NMa de methodebesluiten neemt, kan daar, wat er ook van zij, niet aan af doen.”¹⁴²*

Als het bestuursorgaan voorziet dat gedurende de reguleringsperiode de omstandigheden wijzigen en hierdoor de kosten beïnvloeden, is het toegestaan om een opslag in de WACC op te nemen om deze ontwikkeling te reflecteren:

- *Gegeven het uitgangspunt dat financiële meevallers als gevolg van een marktsituatie die voor de gereguleerde onderneming gunstiger zou zijn dan verwacht [...] binnen een zekere bandbreedte niet tot verlaging van de tariefplafonds moeten leiden, kan het bestuursorgaan de operationele parameters aanpassen (i.c. penetratiegraad) en een meevallende marktsituatie simuleren die representatief kan worden geacht voor meevallende marktsituaties in algemene zin, ongeacht de feitelijke oorzaak die daaraan ten grondslag ligt. Via deze weg kan volgens het College, gelet op de haar toekomstige beoordelingsruimte, niet worden gezegd dat het bestuursorgaan niet tot een redelijke invulling van de opslag voor asymmetrische reguleringsrisico's is gekomen.¹⁴³*

Samenvattend, de jurisprudentie aangaande omissies ziet voornamelijk op de effecten van de kredietcrisis van 2008 en uit de rechtsoverwegingen valt op te maken dat het kapitaalverschaffersbeginsel hier zwaar weegt: de toezichthouder hoeft de effecten niet te matigen. Ook mag de toezichthouder temporele inconsistentie (zie 2.1) het hoofd bieden door de effecten van toekomstige marktomstandigheden via opslagen in de WACC te verdisconteren.

5.9 Belastingen

- *Er zijn meerder wijzen om een reële WACC voor belastingen te berekenen en NERA (economisch Expert ACM) heeft volgens ACM gekozen voor de beste voor de situatie waarin een werkelijke ondenreming verkeert, die een werkelijk betaalde belastingvoet kent die veelal lager is dan de statutaire belastingvoet. Cbb ziet geen grond om aan te nemen dat verweer ACM niet houdbaar is. (ECLI:NL:CBB:2013:184)*
- *Volgens het Cbb is niet gebleken dat een pre-tax WACC zich naar zijn aard niet verdraagt met benchmarkdoeleinden, mits deze WACC op gelijke wijze voor alle te benchmarken TSO's wordt toegepast*

¹⁴¹2012:BY2307.

¹⁴²2012:BY2307.

¹⁴³2014:285.

5.10 Tussenconclusie

Uit het bovenstaande blijkt dat de beoordeling van het besluit sterk afhankelijk is van de feiten en omstandigheden van het geval. Om deze reden werkt het CBb voornamelijk met algemene beginselen en worden er nauwelijks scherpe regels geformuleerd. Daarnaast spelen de motiveringen van de partijen een belangrijke rol. Deze benadering kan gevolgen hebben voor de consistentie en coherentie tussen de uitspraken, tenzij: (1) het CBb per geval expliciet aan elke toegepaste rechtsregel toetst (middels een “checklist”), (2) uitdrukkelijk verwijst naar eerdere uitspraken en (3) duidelijk motiveert waarom een bepaald algemeen beginsel meer gewicht geniet. Daarnaast is het van belang dat het CBb niet zonder grondige analyse de motivering van de toezichthouder, of de expert van een partij, aanneemt. Voor zover het feitelijk bewijs betreft, verdient het zeker de aanbeveling dat het CBb een eigen expert inschakelt.

6 WACC en negatieve rentes

In de afgelopen maanden is het reële rendement van een aantal Europese staatsobligaties gedaald tot onder het nulpunt (*negative yield*). Dat betekent dus dat de investeerder een hoger bedrag betaalt voor de obligatie dan de som van nominale waarde (principaal) en de interestbetalingen, als hij de obligatie houdt tot het einde van de looptijd.¹⁴⁴ Als gevolg van de lage risicovrije rente en de invloed op de WACC-parameters, daalt ook de hoogte van de WACC en daarmee dus de vast te stellen tarieven. In deze paragraaf bespreek ik kort hoe diverse deskundigen en academici correcties aanbrengen op de berekening van de WACC om het bovennoemde effect te compenseren.

6.1 Standpunten van deskundigen

Zo betoogt OXERA in een recent rapport dat bij vaststelling van de risicovrije rente op grond van het rendement op staatsobligaties, te rekenen met een hogere risicovrije rente dan met inachtneming van de marktwaarden zou zijn vastgesteld.¹⁴⁵

Aan deze conclusie liggen de volgende argumenten ten grondslag:

1. Het marktrendement op UK staatsobligaties is gedaald, en het *spot* rendement op aan financiële indices gekoppelde obligaties is zelfs nihil of negatief;
2. het is onwaarschijnlijk dat het negatieve rendement op deze staatsobligaties op de lange termijn zal voortduren;¹⁴⁶
3. *forward rates* op deze obligaties voor het jaar 2015 en verder zijn positief, hetgeen impliceert dat de markt verwacht dat de reële risicovrije rente zal stijgen;
4. UK toezichthouders hebben in recente vaststellingen met een hogere risicovrije rente gerekend om de regulatorische consistentie te bewaken en hebben geweigerd marktwaarden te gebruiken die volgens hen het gevolg van verstoringen op de financiële markten zouden zijn;
5. Uit voornoemde recente vaststellingen blijkt een risicovrije-rente van 1,5 tot 2,0 procent.

Op grond van het bovenstaande, hanteerde Oxera een risicovrije rente van 1,75 procent.

Grabowski analyseerde de risicovrije rente in 2008, een periode die waarin deze rente erg fluctueerde en de nominale rente zeer laag stond, met een hoger rendement (yield) als gevolg.¹⁴⁷ Grabowski stelde op basis van de impliciete “forward looking” volatiliteit (gemeten door middel van de prijs van opties gehouden via Exchange Traded Funds) dat investeerders niet geloofden dat de het rendement op de lange termijn zo laag zou blijven.¹⁴⁸ De auteur stelt voor om het *spot yield* buiten beschouwing te laten en een gemiddeld rendement over een langere referentieperiode te berekenen.¹⁴⁹

6.2 Standpunten van toezichthouders

In een ander rapport heeft Oxera regulatorie WACC-vaststellingen gebruikt om te berekenen welke risicovrije rentes toezichthouders hanteren in de marktomstandigheden in 2013, toen de reële rentes ook al rondom en onder het nulpunt fluctueerden. Op grond van deze de vaststellingen van toezichthouders in het Verenigd Koninkrijk, schat Oxera dat toezichthouders een risicovrije rente tussen 1,4 en 2,0 procent hanteerden. De Britse toezichthouders kijken dus af van dus resoluut af van de geobserveerde marktwaarden van staatsobligaties.

In het rapport van Europe Economics op verzoek van de *Commission for Communications Regulation* (Ierland), komt duidelijk naar voren dat zij een forward-looking benadering hanteren om

¹⁴⁴Vgl. “Estimating risk-free rates for valuations”, Ernst and Young 2015; “The CROCI Angle”, Deutsche Bank, February 2015.

¹⁴⁵“What is the cost of capital for Gatwick Airport beyond Q5? Methodology and estimation”, Oxera Consulting, January 2013, p. 40-44

¹⁴⁶Oxera geeft de *flight-to-safety* en interventies door centrale banken op de financiële markten aan als mogelijke verklaringen

¹⁴⁷R.J. Grabowski, “Cost of Capital Estimation in the Current Distressed Environment”, *Journal of Applied Research in Accounting and Finance* 4(1), 2009, p. 31-40.

¹⁴⁸Ibid.

¹⁴⁹Ibid.

het probleem van de negatieve rente te ondervangen: “However, with low to negative real yields on government bonds, interpreting government bond yields as the risk-free rate in current conditions is problematic. In addition to regulatory precedent and current market data, we appeal to a relationship between economic growth and the risk-free rate to inform our estimate of the risk-free rate.”¹⁵⁰ Ook het netwerk van toezichthouders in het Verenigd Koninkrijk (UKRN), geeft aan naast ex-post ook ex-ante data te gebruiken voor de vaststelling van de rente: “While different rates have been used, there is a degree of consistency. Regulators tend to take a broadly similar approach to estimating the risk-free rate by examining yields on Gilts including index-linked Gilts. Common issues in the interpretation of Gilt yields for the purpose of setting the risk-free rate have historically included, for example, the effect of quantitative easing and pensions’ regulation. Regulators have had to make judgements from the data, and consider historic, current and forecasts of risk-free rates as to the impact of these and other similar issues and the judgement will be affected by when the decision is taken and the analysis of the evidence available at that time”.¹⁵¹ Tussen 2013 en 2014 hebben de toezichthouders risicovrije rentes gebruikt tussen 0,50 en 1,75 procent.¹⁵²

6.3 Tussenconclusie

Op grond van het bovenstaande overzicht, lijken deskundigen en toezichthouders in tijden van negatieve rentes op staatsobligaties minder gewicht toe te kennen aan ex post data en meer gewicht aan ex ante data. Als gevolg van deze analyses, stellen zij de risicovrije rente bij de berekening van de WACC vast op een niveau dat min of meer consistent is met in het verleden gehanteerde waarden.

¹⁵⁰Europe Economics, “Cost of Capital for Mobile, Fixed Line and Broadcasting Price Controls”, Report of Comreg, April 2014, p. 1.

¹⁵¹UKRN Information Paper, “Market Returns and Cost of Capital: A Refresh”, 11 February 2015, p. 7.

¹⁵²Ofcom hanteerde een percentage van 1.30 procent, Ofgem 1.60 procent.

7 Conclusies en aanbevelingen

De aanleiding voor dit rapport waren de volgende onderzoeksvragen: (1) Is de jurisprudentie van het CBB waarin het College de vaststelling van de WACC door het bestuursorgaan in het kader van tariefregulering onderwerpt aan een rechtmatigheidstoets, consistent en coherent?(2) Hoe kan het CBB omgaan met lage en negatieve rentes op staatsobligaties bij de vaststelling van de WACC? (3) Welke onderdelen zijn gewenst in de rechterlijke toetsing van besluiten waarin de WACC wordt vastgesteld, in het bijzonder van de door het bestuursorgaan gemaakte keuzes?

7.1 Conclusies

7.1.1 Consistentie en coherentie

Het antwoord op de eerste vraag luidt: grotendeels wel.

Het uitgangspunt van de toetsing is dat de het bestuursorgaan aanzienlijk beoordelingsruimte heeft bij de keuze voor een bepaalde methode waarmee de individuele parameters van de WACC worden berekend.

Wel moet de keuze voor een bepaalde methode grondig worden gemotiveerd, waaruit moet blijken dat het bestuursorgaan voldoende rekening heeft gehouden met de bestreden punten en waarom (indien toepasselijk) van een eerdere handelswijze wordt afgeweken. Voor een bepaalde keuze moet een theoretische basis en een empirische onderbouwing bestaan, hetgeen bij de procedures over de gekozen vergelijkingsgroep duidelijk blijkt. Het bestuursorgaan is noch verplicht rekening te houden met alternatieve (en omstreden) modellen, noch verplicht zich te richten naar het besluit van een buitenlandse toezichthouder indien de marktkarakteristieken (reguleringsdoelen inclusief) afwijken van de Nederlandse situatie. Ten aanzien van één component van de WACC, namelijk het effect van publiek aandeelhouderschap op het risicoprofiel van de gereguleerde onderneming zoals gewaardeerd door kapitaalverschaffers in de markt, is er mijns inziens sprake van een inconsistentie tussen de uitspraak in 2008 en de latere rechtspraak. Het is onduidelijk of er in dat geval van een lagere risico-opslag en dus een lagere WACC moet worden gerekend. Het CBB maakt in de toetsing met name gebruik van algemene beginselen, hetgeen mijns inziens de noodzakelijke flexibiliteit verschaft om het geheel aan unieke feiten en omstandigheden per geval in de beoordeling te betrekken, in het bijzonder de marktomstandigheden en gemaakte theoretische keuzes bij de vaststelling van de WACC.

De (reeds aanzienlijke) samenhang tussen de uitspraken kan worden verbeterd. Hoewel het College door verwijzing naar eerdere uitspraken deze samenhang bevordert (zie figuur 1 in Appendix B), zouden de toezichthouder en gereguleerde ondernemingen gebaat zijn bij rechtsoverwegingen waarin het CBB de interactie tussen de toepasselijke rechtsbeginselen toelicht. Een dergelijke toelichting zou naast de nodige samenhang, de kenbaarheid van het recht en de voorspelbaarheid van rechterlijke uitspraken omtrent de WACC voor deze betrokken verbeteren.

7.1.2 Negatieve rentes

In het Verenigd Koninkrijk en Ierland hebben de toezichthouders voor de bepaling van de risicovrije rente bij de vaststelling van de WACC op grond van het CAPM model, het accent verschoven van een *ex post* benadering aan de hand van de rente op staatsobligaties, naar een benadering waarbij meer gewicht wordt toegekend aan huidige prijzen en *ex ante* gegevens om het neerwaartse effect op de WACC te dempen. Het maatschappelijk belang bij consistente regulering en de belangen van de gereguleerde ondernemingen zijn doorslaggevend geweest bij de keuze voor deze benadering. Het verdient de aanbeveling dat het College deze benadering overneemt in toekomstige procedures.

7.2 Aanbevelingen

De toezichthouder en de gereguleerde ondernemingen zijn gebaat bij een “uitkristallisering” van het toetsingskader dat het CBB bij de beoordeling van WACC-zaken hanteert. Een stapsgewijze, gedetailleerd beschreven toetsing van de WACC kan de nodige duidelijkheid en voorspelbaarheid verschaffen. Het CBB kan hiervoor gebruik maken van overwegingen die niet strikt noodzakelijk zijn voor de beoordeling, maar de consistentie en coherentie bevorderen.

Op grond van de bevindingen, zou ik graag de volgende benadering willen voorstellen bij de toetsing van individuele parameters van de WACC:

1. **Feiten** De eerste stap is een uiteenzetting van de feiten, waarbij het CBb naast de bevindingen van de deskundigen gekozen door de partijen, ook de bevindingen van een door het CBb gekozen expert gebruikt, indien noodzakelijk;
2. **Motivering** De tweede stap is een grondige analyse van de door partijen aangevoerde stellingen, in het bijzonder de economische, empirische en juridische onderbouwing van deze stellingen;
3. **Rechtsbeginselen** De derde stap in de toetsing is de formulering (en motivering) van de (sub-)beginselen die in het voorliggende geval leidend dienen te zijn en welk beginsel zwaarder dient te wegen. Het is belangrijk dat het CBb in de motivering gebruikt maakt van **verwijzingen** naar eerdere rechtspraak en expliciet, op basis van de feiten en stellingen, uitlegt waarom de gekozen configuratie van rechtsbeginselen overeenkomt met of verschilt van eerdere uitspraken;
4. **Waardering** Vervolgens worden de stellingen afzonderlijk gewaardeerd aan de hand van de licht van de feiten (1) en het kader van beginselen (2);
5. **Conclusie** Het College komt tot de conclusie van de rechtmatigheidsbeoordeling.

Deze invulling van de rechterlijke toetsing leidt mijns inziens tot een verhoging van de kenbaarheid van het recht omtrent de vaststelling van de WACC en de voorspelbaarheid van de beoordeling door het CBb. Op den duur kan deze benadering leiden tot een vermindering van het aantal juridische procedures.

Het staat buiten kijf dat deze benadering dat de rechters over voldoende financieel-economische kennis moeten beschikken. Met name de beoordeling van de feiten en de gemaakte keuzes bij de berekening van de WACC vereisen een grondige economische analyse voor het zelfstandig, juridisch oordeel dat ten grondslag ligt aan de rechterlijke toetsing van bestuursrechtelijk handelen.

8 Appendix A: Jurisprudentie

In een aantal zaken wordt de WACC wel in de beroepsgronden of het bestreden besluit genoemd, maar is de berekening van de WACC geen geschilpunt en besteedt het College ook geen aandacht aan een inhoudelijke bespreking van de rekenmethodiek.

Zaak	Datum	Partij	Wet	Relevant
ECLI:NL:CBB:2004:AO9541	04-05-2004	Intergas	Gw	Ja
ECLI:NL:CBB:2007:BA4661	02-05-2007	KNP	Tw	Ja
ECLI:NL:CBB:2007:BB3357	12-09-2007	KPN, Tele2 ea	Tw	Ja
ECLI:NL:CBB:2008:BD1064	07-05-2008	Nozema	Tw	Ja
ECLI:NL:CBB:2009:BK1790	03-11-2009	NRE ea	Gw	Ja
ECLI:NL:CBB:2010:BM5564	26-05-2010	KPN ea	Tw	Ja
ECLI:NL:CBB:2010:BM9471	29-06-2010	Liander ea	Ew	Nee
ECLI:NL:CBB:2010:BM9474	29-06-2010	Westland ea	Ew	Nee
ECLI:NL:CBB:2010:BM9470	29-06-2010	EnergieNed ea	Gw	Nee
ECLI:NL:CBB:2011:BR6195	31-08-2011	KPN ea	Tw	Ja
ECLI:NL:CBB:2011:BT6098	30-09-2011	BT Nederland	Tw	Nee
ECLI:NL:CBB:2012:BV6476	22-02-2012	Tennet	Ew	Nee
ECLI:NL:CBB:2012:BW1529	12-04-2012	Broadcast	Tw	Nee
ECLI:NL:CBB:2012:BY2307	08-11-2012	VEMW ea	Gw	Ja
ECLI:NL:CBB:2012:BY2311	17-10-2012	Alticom ea	Tw	Ja
ECLI:NL:CBB:2012:BY2811	09-11-2012	Tele2 ea	Tw	Nee
ECLI:NL:CBB:2012:BZ1010	19-12-2012	Reggefiber ea	Tw	Ja
ECLI:NL:CBB:2013:100	05-09-2013	NLc ea	Lw	Nee
ECLI:NL:CBB:2013:102	05-09-2013	NLc ea	Lw	Nee
ECLI:NL:CBB:2013:184	23-09-2013	KPN ea	Tw	Ja
ECLI:NL:CBB:2013:BZ7814	27-03-2013	Rendo ea	Gw	Nee
ECLI:NL:CBB:2014:126	10-04-2014	KPN ea	Tw	Ja
ECLI:NL:CBB:2014:285	17-07-2014	Tele2	Tw	Ja
ECLI:NL:CBB:2014:431	25-11-2014	SVZ	Wmg	Ja
ECLI:NL:CBB:2014:481	18-12-2014	Alticom ea	Tw	Ja
ECLI:NL:CBB:2015:260	21-07-2015	Euronet ea	Tw	Nee
ECLI:NL:CBB:2015:272	11-08-2015	Tennet ea	Ew	Ja
ECLI:NL:CBB:2015:317	08-10-2015	Sky Radio	Tw	Ja
ECLI:NL:CBB:2015:318	08-10-2015	Q-Music	Tw	Ja
ECLI:NL:CBB:2015:319	08-10-2015	Radio 538	Tw	Ja
ECLI:NL:CBB:2015:44	05-03-2015	GTS Nederland	Gw	Ja
ECLI:NL:CBB:2015:45	05-03-2015	Rendo ea	Gw, Ew	Ja
ECLI:NL:CBB:2016:40	07-03-2016	KPN ea	Tw	Ja
ECLI:NL:CBB:2016:15	12-01-2016	Rendo ea	Gw, Ew	Ja

9 Appendix B: Figuren

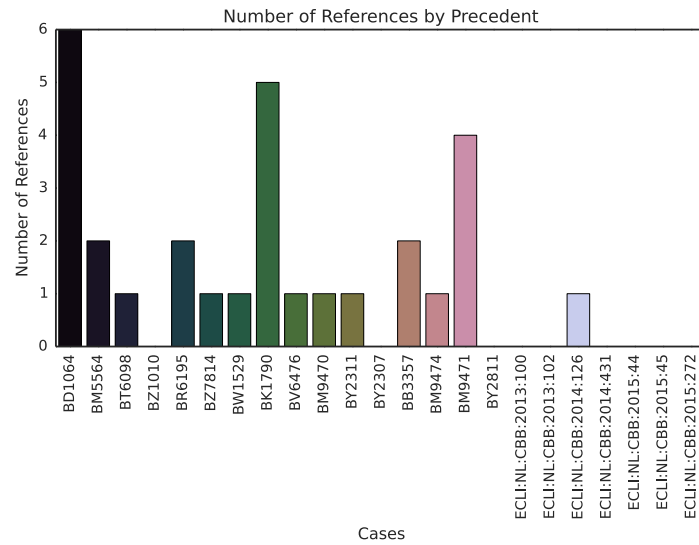


Figure 1: Frequentie van verwijzingen naar eerdere zaken

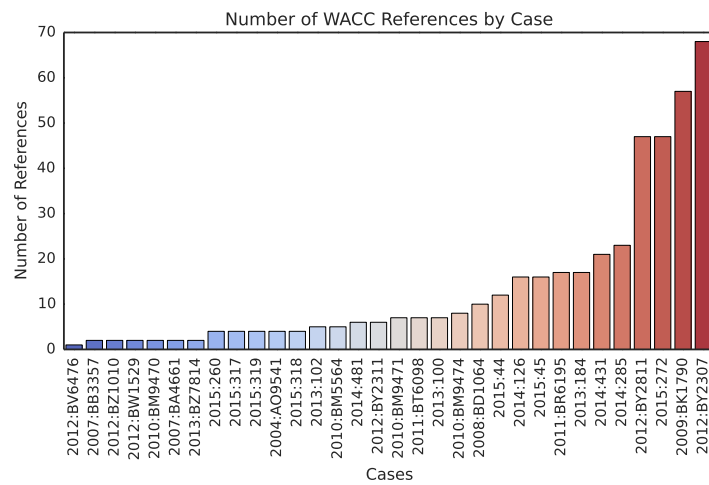
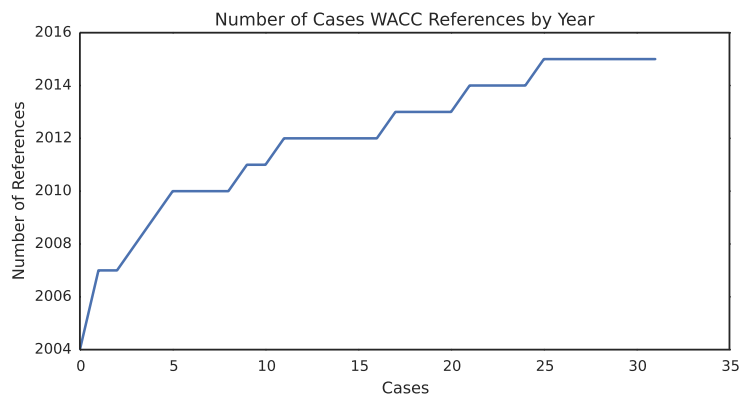
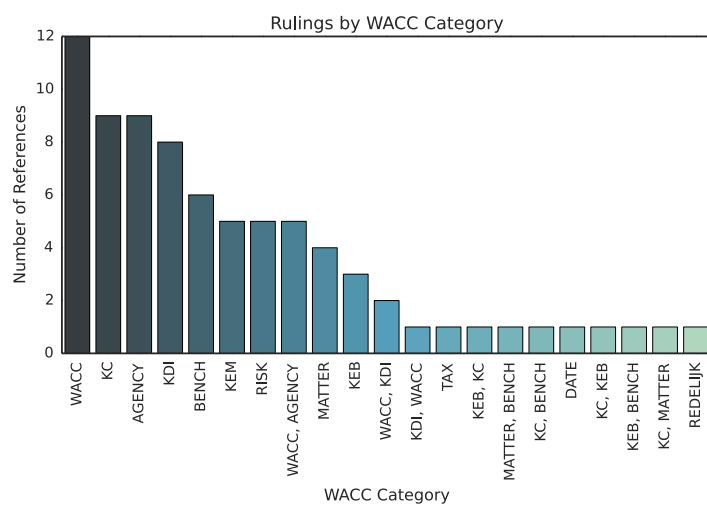


Figure 2: WACC-verwijzingen per zaak



De horizontale lijnen in de grafiek doen vermoeden dat in bepaalde jaren veel uitspraken over de WACC zijn gedaan. De horizontale lijnen bij 2010 en 2015 betreffen uitspraken in meerdere aantal zaken en om die reden met aparte ECLI nummers zijn gepubliceerd.

Figure 3: WACC-zaken per jaar



Legenda: WACC = algemene regels WACC, KDI = kostenvoet vreemd vermogen, KC = vergelijkingsgroep, AGENCY = regels m.b.t. het bestuursorgaan, MATTER = kapitaalverschaffers, RISK = opslagen wegens niet in model opgenomen omstandigheden, BENCH = argumenten over internationale benchmarking, KEM = kostenvoet eigen vermogen (marktrisicopremie), KEB = kostenvoet eigen vermogen (Bèta), TAX = vennootschapsbelasting, DATE = peildatum.

Figure 4: Overwegingen per type