

Notitie naar aanleiding van vragen over invloed nadere uitwerking regulering Schiphol op asset beta.

Amsterdam, 10 Juli, 2012



Vraagstelling:

In het rapport Cost of Capital Schiphol, Herijking parameters WACC (2010) hebben we aanbevelingen gedaan omtrent het vaststellen van de Asset beta mede in relatie met het verrekening systeem. Daarin concludeerden we dat het verrekening systeem invloed heeft op de hoogte van het risico en daarmee op de asset beta. Het gehanteerde verrekening systeem van Schiphol en de ons bekende informatie over het verrekening systeem van Airports uit de peer group, leidde ons naar de conclusie dat dit een verlagend effect op de asset beta van Schiphol zou hebben.

De evaluatie van de wetgeving heeft geleid tot meer concrete voorstellen. In het licht van deze voorstellen is het de vraag hoe onze aanbeveling van de asset beta geïnterpreteerd moet worden, meer in concreto:

- Is de aanbeveling op basis van de nieuwe voorgestelde wijze van verrekening om de asset beta ten opzichte van de peer group te verlagen nog steeds valide?
- Wat is de aanbeveling voor verlaging van de asset beta? In het rapport worden twee opties genoemd. De eerste is de peer group specifiek vast te stellen. Dit lijkt echter praktisch niet mogelijk vanwege de beperkte beschikbaarheid van peers. Andere mogelijkheid die wordt gegeven is de onderkant van de range te kiezen. Wordt hiermee bedoeld om laagste Beta uit de peer group te kiezen (wat betekent aanpassing bij laatste WACC bepaling van 0,56 naar 0,26, op basis van de beta van Copenhagen) en daarmee de facto met 1 peer te vergelijken? Of moeten we dit breder zien (bijvoorbeeld de onderkant van een range van gemiddelden van de peer group).

Allereerst worden de beoogde aanpassingen beschreven en wordt besproken of deze een verhogend of verlagend effect hebben op de asset beta. Vervolgens wordt eea geplaatst in het kader van ontwikkelingen in de regulering bij de peer group. Tenslotte wordt besproken of en hoe dit het beste te ondervangen valt in de bepaling van de asset beta.

Beoogde aanpassingen

De eerste voorgestelde verandering is dat er van een systeem op jaarbasis waarin de mogelijkheid is om meerjarenafspraken te maken (maar dat feitelijk niet is gebeurd) wordt overgestapt naar een systeem van meerjarenafspraken (drie jaar). De sector moet in onderling overleg uitwerken hoe de tarieven binnen de driejaarperioden worden ingevuld. Hiermee kan Schiphol in de vaststelling van de tarieven beter mee-ademen met de markt. Dit leidt tot een vermindering van het risicoprofiel.

Daarnaast zijn er de volgende beoogde veranderingen in het verrekening systeem:

- Er wordt een efficiency prikkel geïntroduceerd; waarbij voortaan verschillen in prognoses en realisaties in investeringen deels worden verrekend ((voorheen volledige verrekening). Niet duidelijk is nog hoe dit precies zal worden ingevoerd. Dit leidt in principe tot een hoger risico
- Verrekening van verschillen tussen realisatie en prognose van vervoer vindt jaarlijks plaats (onveranderd t.o.v. huidige situatie);
- Geen verrekening van het merendeel operationele kosten (alleen kosten die op verzoek van gebruikers additioneel worden gemaakt, kunnen worden verrekend). Dit is een vermindering van de mogelijkheid om te verrekenen t.o.v. huidige situatie en daarmee een verhoging van het risico. Additionele beveiligingskosten die door de Overheid worden gemaakt worden jaarlijks in tarieven aangepast (gelijk gebleven).
- Er komt een strak geformuleerde ontsnappingsclausule die bij extreme onvoorziene omstandigheden mogelijk maakt tarieven aan te passen (verruiming die afhankelijk van de formulering waarschijnlijk tot beperkte vermindering van het risico leidt);
- Schiphol houdt het recht op volledige verrekening in latere jaren als Schiphol in enig jaar afziet van verrekening. Dit recht wordt in de tijd beperkt en niet door berekende verrekeningen in jaar n kunnen door Schiphol in de jaren n+2 tot en met n+4 worden doorberekend (dit is een verruiming ten opzichte van de huidige mogelijkheden, hetgeen leidt tot een vermindering van het risicoprofiel)

Het is buiten de scope van deze opdracht om te bepalen hoe deze veranderingen tezamen uitwerken op het risicoprofiel van de aviation activiteiten van Schiphol (en buitengewoon moeilijk). Zoals uit bovenstaand overzicht blijkt geldt dat de beoogde veranderingen deels risico verhogend en deels risico verlagend zijn. Ten opzichte van de huidige regelgeving hebben met name de mogelijkheid meerjarenafspraken te maken en daarnaast ook nog te verrekenen over langere periodes (tussen twee en 4 jaar) een verlagend effect op het risico. Daarentegen mag Schiphol geen verhogingen van kosten doorberekenen en mogen afwijkingen van verschillen in prognoses en realisaties in investeringen nog maar deels worden verrekend.

Hoewel de effecten van de verschillende maatregelen moeilijk (of niet) te wegen zijn, is het mijn indruk dat het risicoprofiel van Schiphol met deze maatregelen eerder verminderd is, dan gestegen ten opzichte van de situatie zoals wij deze analyseerden. In dat geval zou dit een negatief effect op de asset beta hebben.

Vergelijking regulering bij andere luchthavens (peer group)

Doordat de asset beta van de aviation activiteiten van Schiphol wordt bepaald op basis van de asset betas van andere luchthavens (de peer group) is het van belang om de regelgeving af te zetten ten opzichte van die van de peer group. Betas worden op historische data geschat. Daarom is de regulering over de periode op basis waarvan de betas zijn geschat en hoe de regulering van Schiphol verandert ten opzichte van de regulering van de peer group op het moment van het inschatten van de betas die van belang is. In het concept rapport Table XX-XX) van Boer en Croon wordt de beoogde regelgeving van Schiphol vergeleken met de recente (veelal periode 2010-2015) veranderingen in de regulering bij de peer group. Indien over een periode van 5 jaar de betas worden geschat, zullen veranderingen in deze regelgeving nog niet verwerkt zijn in de geschatte betas (deze zijn gemeten onder het oude reguleringsregime) en vanuit dat perspectief op dit moment nog van minder belang.

In ons rapport van 2010 concludeerden wij dat de mogelijkheden van Schiphol om te verrekenen op dat moment (op basis van de vergelijking van Ecorys 2010) ruimer leek dan die op andere buitenlandse luchthavens. Hoewel er uit de vergelijking van Boer en Croon een trend lijkt om meer verrekening toe te staan lijken de verrekening voorwaarden van Schiphol nog steeds relatief gunstig. In dat licht bezien zou de asset beta op basis van de gemiddelde asset beta van de peer group leiden tot een overschatting van het risico.

Valt dit effect te kwantificeren? De asset betas worden geschat op basis van de asset betas van een noodzakelijkerwijze kleine groep peers (4 a 5). Dit gaat gepaard met de nodige ruis. Deze asset betas van de peers worden naast verschillen in de uitwerking van verrekening nog beïnvloed door onder meer:

- Het regulering systeem zelf (price cap vs rate of return, dual till or single till);
- De aanwezigheid en het risico van nonaviation activiteiten;
- De aan- of afwezigheid van een grote thuismarkt.

Schiphol is onderhevig aan een rate of return regulering terwijl de ondernemingen uit de peer group veelal vallen onder een meer hybride of zelfs een price cap systeem. Het is aannemelijk dat rate of return regulering over het algemeen leidt tot minder risico dan een price cap (dit is gebaseerd op het argument dat binnen rate of return regulering er meer mogelijkheden bestaan kosten onzekerheid door te belasten aan afnemers, hetgeen een verlagend effect heeft op het systematisch risico)¹. Zoals blijkt uit Tabel XX-XX valt alleen Schiphol onder een rate of return regulering en vallen de

¹ Zie Alexander, Mayer and Weeds (1996) die dit onderbouwen met een empirische analyse. Overigens nuanceren Wright, Mason en Miles (2003) dit en laten zij zien dat indien een onderneming onderhevig is aan price cap regulering en zelf investeringsprojecten kan kiezen, zij in het geval van vraag onzekerheid ervoor kan kiezen om vooral te investeren in laag risico projecten en daarmee uiteindelijk het systematisch risico te verkleinen.

meeste andere uit de peer group onder een vorm van price cap regulering. Indien deze price cap regulering tot hogere betas leidt zou deze van Schiphol neerwaarts bijgesteld moeten worden.

Ten tweede is de ratio tussen non-aviation en aviation activiteiten van belang voor het risico. Het is aannemelijk dat non aviation activiteiten een hogere beta hebben dan aviation activiteiten. Aangezien de betas van de verschillende luchthavens worden gebruikt waarbij naar het totaal van de activiteiten wordt gekeken (dus inclusief non-aviation activiteiten), zal de gemiddelde asset beta in het algemeen relatief hoger zijn dan die van de aviation activiteiten van Schiphol.

Tenslotte kan worden beargumenteerd dat de aanwezigheid van een grote thuismarkt het risico van een luchthaven kleiner maakt.

Het moge duidelijk zijn dat door het beperkt aantal luchthavens, de grote verschillen tussen luchthavens en het grote aantal mogelijke factoren die invloed hebben op de op de asset beta, deze invloeden op de asset betas zeer moeilijk zijn te kwantificeren.

In het rapport van 2010 worden twee methodes gesuggereerd om het mogelijk lagere risico van Schiphol te ondervangen:

- Peer group specifiek vast te stellen;
- Asset beta op een meer generieke manier aan de onderkant van de range te kiezen.

Beide methoden zullen enigszins arbitrair zijn. Indien er luchthavens zijn waarbij bijna alleen aviation activiteiten zijn, waarbij een relatief kleine thuismarkt is en waarbij de regulering (incl. specifieke aspecten van verrekening) vergelijkbaar is met Schiphol heeft deze methode de voorkeur. Indien dit niet het geval is, is de tweede optie wellicht te prefereren. Het lijkt dan het beste om het gemiddelde van de onderste twee of drie ondernemingen uit de range te kiezen. Dit zal de mogelijke overschatting van de asset beta van Schiphol enigszins beperken.

Bibliografie

Alexander, L. Mayer, C and Weeds, H, 1996, Regulatory Structure and Risk and Infrastructure Firms: An International Comparison. Policy Research Working Paper 1698.

Boot, A.W.A. en J.E. Ligterink, 2010, Cost of capital Schiphol: Herijking parameters WACC.

Ecorys, 2010, Evaluatie Wet Luchtvaart inzake de exploitatie van de luchthaven Schiphol.

Norton, S.W., 1985, Regulation and systematic risk: the case of electric Utilities, Journal of Law and Economics, 28 (3), pp. 671-686

Wright, S., Mason, R. and Miles, D, 2003, A study into certain aspects on the cost of capital for regulated utilities in the UK, Report commissioned by the UK Economic regulators and the Office of Fair trading.