

Privatisering loont voor luchthavens

De prestaties van luchthavens in heel Europa laten zien dat ze meer winst maken en meer commerciële inkomsten hebben wanneer ze geprivatiseerd zijn. Beursgenoteerde luchthavens verslaan de plaatselijke beursindex.

Marktontwikkelingen

Europese luchthavens maken woelige tijden door. Oorspronkelijk waren ze weinig meer dan landingsbanen plus wat gebouwen om de passagiers te verwerken, maar tegenwoordig lijken de belangrijkste luchthavens meer op grote winkel- en vermaakscentra. Ze bieden vrijwel alle ruimtelijke functies van grote steden, behalve wonen. Het begon allemaal met de deregulering van de Europese luchtvaartmaatschappijen in de jaren '80 en '90. Door de liberalisering van het luchtverkeer daalden de ticketprijzen. Dit werd nog versterkt door de zogenaamde *low cost revolution*. Maatschappijen als Ryanair, Easyjet en Wizz Air zorgden voor nog meer concurrentie en voor nog verdere prijsdalingen. Het Europese luchtverkeer is daardoor enorm toegenomen en de verwachting is dat dit zal blijven voortduren. Eurocontrol voorspelt dat we tot 2020 een verdubbeling in luchtbewegingen kunnen verwachten ten opzichte van vandaag de dag (Flt Tech Online, 2006).

Deze groei van het aantal passagiers is de motor voor de onstuimige ontwikkelingen op de Europese luchthavens. Al die passagiers blijken namelijk graag geld uit te geven. De luchthavens hebben dat over de jaren heen ontdekt en zijn daartoe steeds meer geneigd gaan bieden in de vorm van winkels, vermaak, hotels en parkeerfaciliteiten. Het potentieel voor dit soort vastgoedactiviteiten is enorm. Ter illustratie: in 1995 vond 40 procent van de gehele West-Europese

kaviaaromzet plaats op Heathrow Airport en dat gold voor circa 25 procent van de gehele Britse boekenverkoop (Kapur, 1995). Als gevolg van deze ontwikkelingen is het inkomstenmodel van de luchthavens drastisch veranderd. De baten uit vastgoed, ook buiten de terminal, zijn nu vaak groter dan die uit landingsrechten en de afhandeling van passagiers. Deze inkomsten bepalen in toenemende mate het succes van een luchthaven, gemeten naar inkomsten, winst en banengroei.

Tegen de achtergrond van deze ontwikkelingen willen we in dit artikel ingaan op de twee actuele vragen in de Schiphol discussie, namelijk of luchthavens op economische gronden moeten worden geprivatiseerd en of dat onderhands dient te gebeuren of via een beursgang. Dat doen we door een brede empirische analyse van de prestaties van Europese luchthavens, waarbij we onderscheid maken tussen geprivatiseerde en niet-geprivatiseerde luchthavens. Alvorens over te gaan tot de empirische analyse, zullen we eerst kort de discussie over deze twee onderwerpen bespreken.

De discussie

In de brede maatschappelijke discussie over privatisering geldt de privatisering van Schiphol als de heetste aardappel. De politieke besluiteloosheid hierover is dan ook groot. In 1998 opende de toenmalige hoofdredacteur van de ESB een artikel over dit onderwerp met de volgende woorden: "Komende week besluit het kabinet hoe het verder moet met Schiphol" (Keuzenkamp, 1998). Dat is een hele lange week geworden en enige scepsis over definitieve politieke besluiten over het lot van Schiphol is dus op zijn plaats. Desalniettemin lijkt het erop dat er nu definitief sprake is van de privatisering van onze nationale luchthaven.

P. EICHHOLTZ EN R. VAN OUWERKERK
Piet Eichholtz is verbonden aan de Universiteit Maastricht en Finance Ideas Ronald van Ouwerkerk aan Finance Ideas. Zij danken Nils Kok voor zijn nuttige opmerkingen.
p.eichholtz@finance.unimaas.nl

Economische overwegingen speelden in de discussie over het algemeen geen doorslaggevende rol. Meestal ging het over controle, ruimtelijke ordening, milieu en geluid, waarbij dan stilzwijgend werd aangenomen dat al deze zaken beter geregeld konden worden als Schiphol eigendom van de overheid zou blijven. Dat is echter zeer de vraag. De public choice literatuur suggereert dat er voor optimale publieke controle beter sprake kan zijn van enige afstand tussen controleur en gecontroleerde. De overheid kan de wettelijke regelingen betreffende milieu, geluid en andere belangrijke zaken handhaven of verscherpen al naar gelang de maatschappelijke noodzaak daartoe. De naleving van die regels staat in principe los van de vraag of Schiphol geprivatiseerd is of niet (De Zeeuw, 1998).

Wat betreft de keuze tussen onderhandse plaatsing of beursgang, wordt er gesproken over de prijs, de controle en de continuïteit en ten slotte de verdeling van de opbrengsten nu en in de toekomst. Volgens financieel adviesbureau Sequoia zullen de opbrengsten van een onderhandse plaatsing veel hoger zijn dan die van een beursgang (NRC Handelsblad, 2005), maar de financieel-economische literatuur is veel minder stellig als het gaat om de opbrengsten van beide alternatieven. Wat betreft de andere overwegingen geldt dat investeringsmaatschappijen waarschijnlijk veel zeggenschap eisen voor het geld dat ze betalen, zodat er meer controle zal moeten worden ingeleverd. Ook zullen investeringsmaatschappijen Schiphol opzadelen met (veel) meer schuld om de overname te financieren en zo hun vereiste rendement te kunnen maken – een gangbare praktijk binnen de wereld van de *private equity*, zeker als het om vastgoed gaat en dat speelt in het geval van Schiphol een belangrijke rol. Dit betekent een groter financieel risico voor Schiphol.

Economische voordelen van privatisering

De literatuur biedt weinig aanknopingspunten als het gaat om de eventuele economische voordelen van privatisering van luchthavens (D'Souza en Megginson, 1999 en Megginson en Netter, 2001). Bij geprivatiseerde ondernemingen is er over het algemeen sprake van

betere bedrijfseconomische prestaties, maar specifiek voor luchthavens is dit, voor zover ons bekend, nog niet empirisch onderzocht. Om de discussie over privatisering en de manier waarop dat zou moeten gebeuren van nieuwe munitie te voorzien, onderzoeken wij de prestaties van luchthavens in heel Europa. Daarbij baseren we ons op de Europese selectie van luchthavens, die wordt gevolgd door The Transport Research Laboratory (TRL), een Britse transport databank¹. We hebben data voor 2002 en 2004². In 2002 gaat het om 125 luchthavens in 21 ondernemingen, verdeeld over vijftien landen. In 2004 hebben we ook 125 luchthavens in vijftien landen, maar nu in 22 ondernemingen. In 2002 waren acht van de 21 ondernemingen gedeeltelijk of geheel geprivatiseerd en in 2004 tien van de 22³. In dat jaar waren zes van de tien ondernemingen aan de beurs genoteerd, terwijl de andere vier in handen waren van investeringsfondsen. Onze veronderstelling is dat private partijen sterkere economische prikkels hebben om het potentieel van een luchthaven maximaal te benutten. Dat zou tot gevolg kunnen hebben dat dergelijke partijen een breder activiteitenpalet zouden ondernemen dan alleen de traditionele zaken als het afhandelen van de passagiers en hun bagage, het regelen van het luchtverkeer en het verlenen van landingsrechten. Onze hypothese is daarom dat geprivatiseerde luchthavens structureel beter in staat zijn om aanvullende commerciële (vastgoed)revenue aan te boren naast hun traditionele inkomsten uit landingsrechten en de afhandeling van passagiers. Dit zou zich ook moeten vertalen in een structureel hogere winst voor geprivatiseerde luchthavens. Op basis van de TRL data voor 2002 en 2004 kunnen we deze hypothesen testen. Om te beginnen voeren we een OLS regressie uit waarbij we commerciële revenue per luchthaven per passagier verklaren uit een dummy voor eigendomsstructuur, die de waarde 1 aanneemt bij privaat bezit en 0 bij overheidsbezit. Daarnaast voorzien we het model van twee controlevariabelen, namelijk bruto nationaal product per capita en de totale kosten die een luchthaven per passagier besteedt. De eerste variabele controleert voor de effecten van welvaart op het succes van

tabel 1

Commerciële inkomsten luchthavens en eigendomsstructuur

	2002		2004	
	compleet model	enkelvoudig model	compleet model	enkelvoudig model
constante	-0,31 (-0,19)	3,47 (9,82)	-1,35 (-0,72)	3,96 (9,69)
eigendomsstructuur	1,15 (2,29)	1,33 (2,32)	1,22 (2,39)	1,36 (2,25)
totale kosten per passagier	0,37 (2,81)		0,32 (2,39)	
BNP per capita	0,03 (0,67)		0,08 (1,22)	
R ² adj.	0,40	0,18	0,41	0,16

nb: t-waarden tussen haakjes

Bron: Berekeningen auteurs

luchthavens, terwijl de tweede controleert voor de kwaliteit van de faciliteiten en het service-niveau op een luchthaven. We voeren op basis hiervan een cross-sectionele regressie uit voor 2002 en 2004, zowel met als zonder de controlevariabelen. Tabel 1 geeft de resultaten.

De resultaten van deze analyse ondersteunen de hypothese en laten zien dat de eigendomsstructuur een belangrijke rol speelt voor het niveau van de commerciële revenuen per passagier. Dit geldt voor beide onderzochte jaren en zowel wanneer we het volledige model gebruiken als wanneer we alleen naar de eigendomsstructuur kijken. De gevonden coëfficiënten en de significantieniveaus zijn zeer consistent over de twee jaren, wat ons vertrouwen in de gevonden relaties versterkt. Naast eigendomsstructuur blijken alleen de kosten per passagier statistisch significant te zijn. Gezien de hoogte van de coëfficiënt van de eigendomsdummy is er ook sprake van economische significantie: kijkend naar het enkelvoudige model genereren geprivatiseerde luchthavens circa 30 procent tot 40 procent meer commerciële inkomsten dan de niet-geprivatiseerde.

Het lijkt logisch dat deze inkomsten leiden tot verbeterde winsten voor luchthavens. Om dat te meten kijken we op precies dezelfde wijze naar het effect van privatisering op winstgevendheid. De resultaten daarvan staan in tabel 2, en laten opnieuw duidelijk het belang zien van de eigendomsstructuur: privatisering leidt tot meer winst. In het geval van winstgevendheid blijkt het belang van eigendomsstructuur zelfs nog sterker te zijn dan voor commerciële revenuen. Geen van de controlevariabelen is nu statistisch significant, terwijl de verklaringskracht van het model nu groter is en de t-waarden van de eigendomscoëfficiënt hoger. Ook is er sprake van sterkere economische significantie, gezien het niveau van de gevonden coëfficiënt in relatie tot de constante in het enkelvoudige model. Gezien de getoonde regressieresultaten ligt het voor de hand dat de grotere winstgevendheid te wijten is aan de toegenomen commerciële inkomsten. Echter, die winstgevendheid kan natuurlijk ook gegroeid zijn door kostenverlaging of doordat luchthavens harder zijn

gaan onderhandelen met de luchtvaartmaatschappijen om van die kant hun inkomsten ook te vergroten. Om met het eerste te beginnen: de grotere winst blijkt niet te wijten te zijn aan lagere kosten, want de relatie tussen de eigendomsdummy en de totale kosten per passagier is statistisch niet significant. Om het tweede mogelijke effect te onderzoeken hebben we ook gekeken naar het verband tussen eigendomsstructuur en inkomsten uit landingsrechten en passagiersverwerking, de zogenaamde *aeronautical revenues*. Ook hier blijkt geen sprake te zijn van een statistisch significant verband.

Beursgang: de literatuur

Het tweede onderdeel van de discussie over Schiphol gaat over de manier waarop de privatisering moet plaatsvinden. Recentelijk hebben Megginson et al. een zeer uitgebreid empirisch onderzoek gedaan naar de manier waarop privatisering wereldwijd plaatsvindt (Megginson et al., 2004). Zij geven ook een overzicht van de theoretische literatuur over dit onderwerp. Daaruit blijkt dat een beursintroductie minder voordelig is bij een zwak ontwikkelde kapitaalmarkt, bij een (zeer) scheve inkomensverdeling en wanneer de geprivatiseerde onderneming moeilijk te waarderen is. In al die gevallen is er een grote kans op informatie-asymmetrie, zodat de aandelen van de geprivatiseerde onderneming alleen tegen een gereduceerde prijs geplaatst kunnen worden. Geen van deze drie overwegingen is echter relevant voor Nederland, dus op basis hiervan is geen voorkeur voor beursintroductie of onderhandse plaatsing af te leiden. Een andere belangrijke overweging is het marktsentiment ten tijde van de privatisering. Megginson et al. laten zien dat hoge beurswaarderingen in de sector waarin de geprivatiseerde onderneming actief is, een beursintroductie aantrekkelijk maken. Aangezien Schiphol in essentie een vastgoedbedrijf is, kunnen we kijken naar de huidige beurswaarderingen van vastgoedfondsen om een beeld te krijgen van de te verwachten waardering van het aandeel Schiphol. De beursgenoteerde vastgoedfondsen in vrijwel heel Europa hebben nu een hogere koers dan

tabel 2

Winstgevendheid luchthavens en eigendomsstructuur

	2002		2004	
	compleet model	enkelvoudig model	compleet model	enkelvoudig model
constante	-0,05 (-0,04)	1,89 (6,77)	2,38 (1,11)	1,72 (4,54)
eigendomsstructuur	1,94 (4,17)	2,08 (4,60)	2,12 (3,59)	2,10 (3,74)
totale kosten per passagier	0,08 (0,61)		-0,06 (-0,40)	
BNP per capita	0,05 (1,09)		-0,00 (-0,03)	
R² adj.	0,50	0,50	0,32	0,38

nb: t-waarden tussen haakjes

Bron: Berekeningen auteurs

de netto waarde van hun activa, dus als deze waarderingen inderdaad maatgevend zijn voor de te verwachten introductiekoers van Schiphol, dan lijkt beursintroductie nu voordelig.

De laatste belangrijke overweging die Megginson et al. geven voor de keus tussen openbare of onderhandse plaatsing is de te verwachten koersontwikkeling van het aandeel na privatisering. Zij beargumenteren dat het voor de reputatie van de overheid niet goed is als een geprivatiseerde onderneming slecht presteert en dat dit toekomstige privatiseringen kan tegenhouden⁴. Bovendien is er sprake van politiek risico wanneer een geprivatiseerde onderneming slechte beursprestaties laat zien, vooral als de aandelen in handen zijn van een brede groep (kleine) particuliere aandeelhouders. De vraag is dus wat voor beursprestaties we kunnen verwachten van een geprivatiseerd Schiphol.

De eerder getoonde winstgevendheid na privatisering zou kunnen leiden tot een waardestijging van de aandelen van geprivatiseerde luchthavens.

Beursgang: empirische analyse

Om uit te zoeken of zo'n stijging inderdaad te verwachten valt, analyseren wij de beursprestaties van de drie grootste Europese luchthaven-groepen die nu beursgenoteerd zijn en bovendien vergelijkbaar met Schiphol.

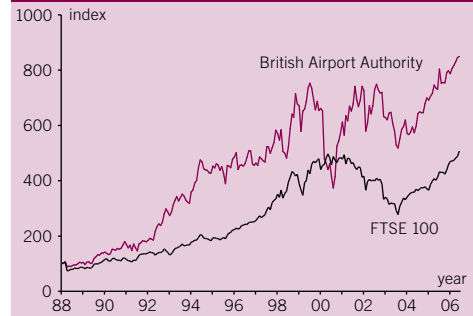
Het gaat – net als bij Schiphol – om grote luchthavens, die de zogenaamde 'hub' status hebben: BAA (onder andere Heathrow, Gatwick en Stansted), Fraport (onder andere Frankfurt Main en Frankfurt Hahn) en Kopenhagen Lufthavne (alleen Kopenhagen). Om deze prestaties op hun waarde te schatten, vergelijken we ze met de leidende lokale beursindex op basis van het totale rendement in lokale valuta, dus inclusief betaalde dividenden. De gebruikte indices zijn de Financial Times 100 (FTSE 100) voor BAA, de Xetra Dax-30 Performance index voor Fraport en de Copenhagen KFX voor Kopenhagen Lufthavne. We willen de analyse doen voor de langst mogelijke tijdsperiode en daarom nemen we als startdatum steeds het moment van beursintroductie, dus voor BAA kijken we vanaf augustus 1987, voor Fraport vanaf juni 2001 en voor Kopenhagen Lufthavne vanaf mei 1994. Om de vergelijking te vereenvoudigen stellen we de indices op die data op 100. De einddatum is steeds 11 januari 2006. De figuren 1a t/m 1c geven de vergelijkingen grafisch weer.

Bij alledrie de groepen is er sprake van betere prestaties dan de index, gemeten vanaf het moment van privatisering tot medio januari 2006. Wanneer men £ 100 (Red: pond/pound (3x)?) in BAA had belegd in de zomer van 1987, dan zou die belegging nu, bij herbelegging van de dividenden, £ 848 waard zijn. Een belegging van datzelfde bedrag in de beursindex zou nu £ 506 waard zijn. Ook Fraport en Kopenhagen Lufthavne laten sterke relatieve prestaties zien.

De bijbehorende rendementen zijn navenant. BAA heeft sinds de beursintroductie een gemiddeld jaarrendement gehaald van 12,2 procent, tegen 9,2 procent voor de FTSE 100. Voor Fraport was de vergelijking nog gunstiger, met een jaarrendement van 8,8 procent en een rendement van de lokale marktindex van minus 2,3 procent. Voor Kopenhagen Lufthavne is het rendement op jaarbasis 19,1 procent, met een lokaal marktrendement over dezelfde periode van 14,5 procent. Kortom, als de beursprestaties van de publiek genoteerde

figuur 1a

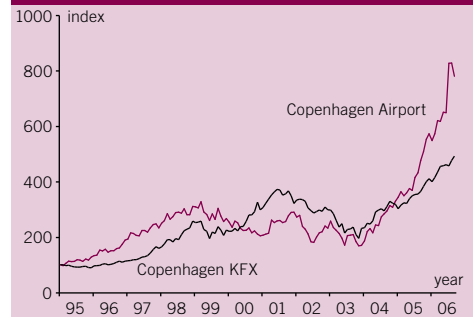
Beursprestaties BAA versus Britse beursindex



Bron: datastream en berekeningen auteurs

figuur 1b

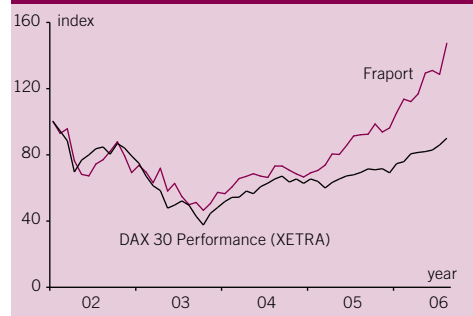
Beursprestaties Kopenhagen Lufthavne en Deense beursindex



Bron: datastream en berekeningen auteurs

figuur 1c

Beursprestaties Fraport versus Duitse beursindex



Bron: datastream en berekeningen auteurs

luchthavens in Europa maatgevend zijn voor Schiphol, dan hoeft de regering zich weinig zorgen te maken voor tegenvallende beursprestaties na privatisering van onze nationale luchthaven.