



Zusammenfassung des Berichts der Preisüberwachung zur Ermittlung der risikogerechten Kapitalverzinsung für die Flughäfen Genf und Zürich

Die am 25. April 2012 in Kraft getretene Verordnung über die Flughafengebühren (die «Verordnung») erlaubt die Anwendung von Flughafengebühren, die höher sind, als dies bei einem Monopolregime mit regulierten Preisen der Fall sein sollte. Zu überhöhten Gebühren führt unter anderem die Berechnungsart der Kapitalverzinsung, die nicht der von der Preisüberwachung entwickelten Praxis entspricht. Die in der Verordnung beschriebene Berechnungsmethode ermöglicht nämlich die Erwirtschaftung von Übergewinnen in den Bereichen, in denen der Flughafen über eine marktmächtige Stellung verfügt (Aktivitäten in flugbetriebsrelevanten Bereichen). Zudem erlaubt die Verordnung, den im nicht flugbetriebsrelevanten Bereich auf der Luftseite des Flughafens sowie beim Strassenfahrzeug-Parking erwirtschafteten ökonomischen Mehrwert zu mindern. Dieser wiederum dient als Grundlage für die Berechnung der Transferzahlungen zur Finanzierung der Kosten des Segments Flugverkehr.

Die Kapitalkosten stellen einen Schlüsselfaktor für die Ermittlung eines adäquaten Nutzungsentgelts für die Flughafeninfrastruktur dar. Ziel des vorliegenden Berichts ist es, eine angemessene Kapitalverzinsung für die Betreiber der Flughäfen Genf und Zürich festzulegen und einen massgeblichen Beitrag zu den Berechnungsregeln zu leisten, die in der Verordnung über die Flughafengebühren festgeschrieben sein sollten.

In der Schweiz sowie auf internationaler Ebene scheint man sich innerhalb der Branche bezüglich der Verwendung der in diesem Dokument vorgeschlagenen WACC-Methode (*Weighted Average Cost of Capital*) und des CAPM-Modells (*Capital Asset Pricing Model*) mehr oder weniger einig zu sein. Bei der konkreten Anwendung bestehen dagegen unterschiedliche Auffassungen, sowohl zwischen der Preisüberwachung und der bei Veröffentlichung dieses Dokuments geltenden Verordnung als auch innerhalb der Luftverkehrsbranche.

Die von der Preisüberwachung entwickelte Berechnungsmethode zur Kapitalverzinsung unterscheidet sich in den folgenden Punkten von den Bestimmungen in der Verordnung:

- Zur Ermittlung der Marktrisikoprämie¹ sollte nicht wie in der Verordnung vorgesehen das arithmetische sondern das geometrische Mittel verwendet werden. Die Verwendung des arithmetischen Mittels ergibt einen falschen Wert für die Risikoprämie. Denn vor dem Hintergrund mittel- bis langfristiger Investitionen sollte man sich nicht an der Jahresrendite orientieren, sondern an der über die gesamte Investitionsperiode annualisierten Rendite. Zudem schwankt die Jahresrendite von Aktien in der Schweiz von einem Jahr zum anderen stark und liegt rund alle drei Jahre im negativen Bereich. Deshalb lässt sich die Wachstumsrate für eine lange Zeitdauer nur mithilfe des geometrischen Mittels der Werte der einzelnen Zeitperioden korrekt berechnen. Die Verwendung des arithmetischen Mittels hingegen ergibt einen verfälschten Wert. Welche Methode zur Berechnung des Mittelwerts gewählt wird, hat einen grossen Einfluss auf die errechnete Kapitalverzinsung: Die Differenz belief sich per 31. Dezember 2014 auf 1,85 Prozent, wenn die Marktrisikoprämie mit dem arithmetischen statt mit dem geometrischen Mittel berechnet wurde. Wendet man für die Periode von 1926 bis 2014 das arithmetische Mittel an, erhält man einen Wert, der fast fünfmal höher ist als der auf dem Schweizer Aktienmarkt effektiv beobachtete und mit dem geometrischen Mittel ermittelte Wert.
- Für die Ermittlung des risikolosen Zinssatzes² sollte das Mittel der letzten fünf Jahre und nicht wie in der Verordnung vorgesehen der letzten zehn Jahre verwendet werden. Denn der verwendete Zinssatz sollte eine Schätzung der kommenden Jahre darstellen. Aus theoretischer Sicht wäre der aktuelle Wert der beste Prognosewert für die Zukunft. Die Verwendung des Durchschnitts der letzten Jahre ist ein akzeptabler Kompromiss zwischen den aktuellen Werten (beste Zukunftsprognose, aber volatiler) und dem Mittel der vergangenen Werte (weniger volatil, kann sich aber deutlich von den

¹ Gemäss Pictet berechnetes arithmetisches Mittel der Schweizer Risikoprämien seit 1926 mit einem Zuschlag von 0,64 Prozentpunkten aufgrund einer anderen Berechnungsart des Zinssatzes.

² Rendite der 10-jährigen Bundesobligationen gemäss dem Statistischen Monatsheft der Schweizerischen Nationalbank.



aktuellen Werten unterscheiden). Der gestützt auf den Durchschnitt der letzten zehn Jahre berechnete risikolose Zinssatz liegt über demjenigen, der anhand des Durchschnitts der letzten fünf Jahre berechnet wird (Differenz von 0,72% per 31. Dezember 2014).

- Bei der in der Verordnung beschriebenen Methode werden das Beta und die Kapitalstruktur für die WACC-Berechnung auf der Grundlage des Durchschnitts der Daten von mindestens zehn vergleichbaren Flughäfen (inkl. betroffene Flughäfen) errechnet. Die Verordnung präzisiert nicht, unter welchen Bedingungen andere Flughäfen als «vergleichbar» gelten. Besteht bei der Wahl der vergleichbaren Flughäfen ein grosser Ermessensspielraum, so kann dies die Berechnung der angemessenen Kapitalverzinsung verfälschen. Denn die WACC-Berechnung reagiert sehr stark auf Veränderungen dieser zwei Parameter. Je nach Wahl der Vergleichsflughäfen fällt die Kapitalverzinsung somit sehr unterschiedlich aus. Deshalb ist es von höchster Bedeutung, objektive Grundsätze für die Zusammensetzung der Gruppe der Vergleichsflughäfen festzulegen. Folglich hat die Preisüberwachung vorgeschlagen, diese Lücke zu schliessen und eine Liste der Vergleichsflughäfen für die Berechnung des Betas und der Kapitalstruktur zu erstellen, um die Kapitalverzinsung für die Betreiber der Flughäfen Genf und Zürich zu ermitteln.
- Die Verordnung erlaubt eine Differenzierung der Parameter für die WACC-Berechnung einerseits für die nicht flugbetriebsrelevanten Bereiche auf der Luftseite des Flughafens und des Parkings sowie andererseits für den flugbetriebsrelevanten Bereich. Besteht die Möglichkeit, die Verzinsung anhand des Marktwertes des Anlagevermögens zu berechnen (statt anhand des Buchwertes), beim Vergütungssatz eine «*Size Premium*» hinzuzufügen oder auch bei der Berechnung das im nicht flugbetriebsrelevanten Bereich vorhandene besondere Geschäfts- und Finanzierungsrisiko zu berücksichtigen, ohne dieses genauer auszuführen, so kann dies zu einer deutlich höheren Kapitalverzinsung führen, was nicht mehr im Verhältnis stünde zu den tatsächlichen Betriebsrisiken der Flughäfen Genf und Zürich. Deshalb schlägt die Preisüberwachung vor, für alle in der Verordnung reglementierten Aktivitäten denselben WACC-Satz anzuwenden.

Die Preisüberwachung hat die Parameter für die Berechnung einer angemessenen Kapitalverzinsung für die Flughäfen Genf und Zürich auf der folgenden Grundlage festgelegt: gestützt auf das Preisüberwachungsgesetz, die praktische Anwendung der Finanzmarkttheorie und die Erfahrungen der vergangenen Jahre in den Bereichen Infrastruktur und öffentliche Versorgung sowie die für die Regulierungsbehörden und die im Luftverkehr tätigen Unternehmen erstellten Fachgutachten.

Die folgende Tabelle zeigt kurz die von der Preisüberwachung für die Ermittlung der risikogerechten Verzinsung für die Flughäfen Zürich und Genf verwendeten Parameter auf:

<i>Daten per 31. Dezember 2014</i>	Zürich	Genf
Risikoloser Zinssatz (nominal)	1,08%	1,08%
Debt Premium	1,00%	1,00%
Fremdkapitalkosten vor Steuern	2,08%	2,08%
Fremdkapitalkosten nach Steuern	1,67%	2,08%
Fremdkapitalanteil	56%	56%
Marktrisikoprämie	4,09%	4,09%
Asset Beta	0,40	0,40
Equity Beta	0,90	0,90
Eigenkapitalrendite vor Steuern	5,95%	4,77%
Eigenkapitalrendite nach Steuern)	4,77%	4,77%
Gewinnsteuersatz des Unternehmens	19,86%	0,00%
Vorsteuer-WACC	3,78%	3,26%
Nachsteuer-WACC	3,03%	3,26%
«Vanilla»-WACC	3,26%	3,26%

Tabelle 1: WACC-Berechnung für die Betreiber der Flughäfen Zürich und Genf

Diese Berechnung entspricht dem Stand per 31. Dezember 2014. Da sich verschiedene Komponenten mit der Zeit ändern, muss der WACC-Satz bei der konkreten Anwendung jeweils neu berechnet werden.