

Ehlers, Dirk et al.

**Article**

## Die Privatisierung der Bahn: »Volksaktie« oder »normaler« Börsengang?

ifo Schnelldienst

**Provided in Cooperation with:**

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

*Suggested Citation:* Ehlers, Dirk et al. (2007) : Die Privatisierung der Bahn: »Volksaktie« oder »normaler« Börsengang?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 60, Iss. 22, pp. 3-22

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/164479>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Seit einiger Zeit wird über die (Teil-)Privatisierung der Deutschen Bahn AG diskutiert. Unter anderem ist auch der Vorschlag, Vorzugsaktien ohne Stimmrecht auszugeben, um die Mitsprache von Großinvestoren zu verhindern, auf dem Tisch. Wie sinnvoll ist dieses Modell?

## Die Privatisierung der Deutschen Bahn AG

Die Deutsche Bahn (DB) AG ist derzeit ein ausschließlich dem Bund gehörender Konzern mit den Sparten Verkehrsnetz und Verkehrsbetrieb (einschließlich Logistik). Die maßgeblichen politischen Kräfte streben eine zumindest teilweise Privatisierung der DB AG an. Über die Art und Weise der Privatisierung besteht aber keine Einigkeit. Die Entscheidung ist nicht nur politisch und ökonomisch zu treffen, sondern muss auch die rechtlichen Vorgaben des Grundgesetzes beachten. Erwogen wurden bisher fünf Privatisierungsvarianten, die einer kurzen Betrachtung unterzogen werden sollen. Ein Fazit und ein Ausblick schließen die Untersuchung ab.

## Ausgabe von Aktien nach strikter Trennung von Verkehrsnetz und Verkehrsbetrieb

Nahe liegend ist zunächst eine strikte Trennung des Verkehrsnetzes (d.h. der Infrastruktur, die Schienenwege und Bahnhöfe umfasst) von den übrigen Geschäftsfeldern der DB AG und die Übertragung des Verkehrsnetzes auf einen anderen Betreiber als die DB AG. Hierfür spricht zunächst, dass das Grundgesetz zwischen den Eisenbahnen des Bundes als Verkehrsunternehmen und jenen Unternehmen unterscheidet, die für den Erhalt und Ausbau des Schienennetzes (einschließlich der Bahnhöfe) zuständig sind. Die Verkehrsunternehmen dürfen von Verfassung wegen vollständig privatisiert werden. Dagegen enthält das Grundgesetz für die Infrastrukturunternehmen des Bundes eine Privatisierungsschranke. Zwar sind auch diese Unternehmen als Wirtschaftsunternehmen in privatrechtlicher Form zu führen. Der Bund darf zudem Anteile an diesen Unternehmen veräußern. Die Mehrheit der Anteile muss nach Art.

87 e Abs. 3 S. 3 GG aber beim Bund verbleiben. Hinzu kommt, dass das Verkehrsnetz allen Wettbewerbern diskriminierungsfrei zur Verfügung zu stellen ist. Deshalb schreibt eine Richtlinie der Europäischen Gemeinschaft (Art. 4 Abs. 2, 14 Abs. 2 RL 2001/14/EG) vor, dass der Betreiber der Infrastruktur rechtlich, organisatorisch oder in seinen Entscheidungen nicht von den Eisenbahnunternehmen abhängig sein darf. Betreibt dagegen die DB AG auch die Infrastruktur, besteht nach ihrer Privatisierung die Gefahr, dass die Infrastrukturentscheidungen überwiegend renditeorientiert gefällt und die Investitionen in erster Linie in die von der DB AG selbst genutzten Netzteile gelenkt werden. Befürchtet wird eine vermehrte Stilllegung unrentabler Bahnhöfe und Trassen (vor allem für den von den Ländern zu verantwortenden Personennahverkehr) und eine Erhöhung der Trassenentgelte (was sich für die DB AG anders als für die Wettbewerber nicht nachteilig auswirken würde, weil das Geld im Konzern verbliebe). Eine strikte Trennung von Verkehrsnetz und Verkehrsbetrieb (einschließlich Logistik) würde keine rechtlichen Probleme aufwerfen, stößt indessen nicht nur bei der DB AG und den Bahngewerkschaften, sondern auch beim Deutschen Bundestag auf Ablehnung. Nach dem sog. Eckpunkte-Beschluss des Deutschen Bundestages vom 24. November 2006 soll der DB AG nämlich die Möglichkeit erhalten bleiben, Schienenverkehr und Infrastruktur in einer wirtschaftlichen Einheit zu betreiben und zu bilanzieren.

## Ausgabe normaler Aktien des integrierten Bahnkonzerns

Die Bundesregierung hat am 4. September 2007 den gesetzgebenden Körper-



Dirk Ehlers\*

\* Prof. Dr. Dirk Ehlers ist geschäftsführender Direktor des Instituts für öffentliches Wirtschaftsrecht der Universität Münster.

schaften eine Gesetzesvorlage zugeleitet, die eine Privatisierung der DB AG bis zu 49,9% durch Ausgabe normaler Aktien bei fortbestehendem integrierten Bahnkonzern von Eisenbahninfrastrukturunternehmen und -verkehrsunternehmen unter dem Dach der Holding DB AG ermöglicht. Der Bund wird im Falle der Verabschiedung des Gesetzes zwar juristischer Eigentümer der Eisenbahninfrastrukturunternehmen (DB Netz AG, DB Station&Service AG, DB Energie GmbH). Die Ausübung seiner Gesellschafterrechte überträgt er aber zunächst für die Dauer von 18 Jahren kraft Gesetzes der DB AG. Diese soll wirtschaftlicher Eigentümer der innerhalb des Bahnkonzerns zu steuernden Eisenbahninfrastrukturunternehmen werden. Damit kommt es nach einer Teilprivatisierung der DB AG mittelbar auch zu einer Teilprivatisierung der Eisenbahninfrastrukturunternehmen. Der Gesetzesentwurf der Bundesregierung ist bei Rechtswissenschaftlern überwiegend auf erhebliche verfassungsrechtliche Einwände gestoßen, die nach der hier vertretenen Auffassung durchschlagend sind. Wenn der Bund nach Art. 87 e Abs. 3 S. 3 GG Mehrheitseigentümer der Eisenbahninfrastrukturunternehmen bleiben muss, folgt daraus zugleich, dass er, um seinem Infrastrukturauftrag für das Eisenbahnwesen nachkommen zu können (Art. 87 e Abs. 4 GG), die Einflussrechte eines Mehrheitseigentümers nicht aus der Hand geben darf. Ein bloß juristisches Eigentum des Bundes ist dagegen eine leere Hülle und vermittelt keine Einflussrechte. Ein solches Eigentum genügt nicht den verfassungsrechtlichen Anforderungen. Der Bund könnte zwar nach einer Privatisierung versuchen, als Mehrheitsaktionär der DB AG über diese Einfluss auf die Eisenbahninfrastrukturunternehmen zu nehmen. Da der die Entscheidung treffende Vorstand der DB AG unabhängig ist, kommt im Wesentlichen aber nur eine Einflussnahme über den Aufsichtsrat der DB AG in Betracht. Der Aufsichtsrat der DB AG unterliegt jedoch der Mitbestimmung. Wenn die privaten Aktionäre auch nur ein Mitglied des Aufsichtsrates stellen, verliert der Bund seine Mehrheit im Aufsichtsrat. Kommt es zu einer Ausgabe normaler Aktien, ist, wie auch die Bundesregierung einräumt, nach den Gepflogenheiten des Marktes damit zu rechnen, dass die privaten Kapitalgeber entsprechend der Stärke ihres Kapitals im Aufsichtsrat vertreten sein werden. Der Bund hat dann nicht die Möglichkeit, sich im Aufsichtsrat durchzusetzen. Um den Einflussverlust des Bundes zu kompensieren, sieht der Gesetzesentwurf zwar bestimmte Zustimmungsvorbehalte des Bundes vor. Aber abgesehen davon, dass die Zustimmungsvorbehalte nur bestimmte Fälle betreffen, ist eine auf Kompromisssschließung mit dem Vorstand der DB AG im Streitfall angewiesene Zustimmung etwas anderes als eine Alleinentscheidung. Somit ist nicht gesichert, dass der Bund in verfassungsrechtlich erforderlichem Ausmaß Einfluss auf die Eisenbahninfrastrukturunternehmen ausüben vermag. Hinzu kommen weitere verfassungsrechtliche Bedenken. Die Über-

tragung der Gesellschafterrechte des Bundes auf eine teilprivatisierte DB AG hat eine materielle Teilprivatisierung der Ausübung von Staatsgewalt zur Folge, für die eine verfassungsrechtliche Rechtfertigung nicht ersichtlich ist. Zudem muss es dem Bund nach Art. 87 e Abs. 3 GG nicht nur auf dem Papier möglich sein, juristisches und wirtschaftliches Eigentum wieder zusammenzuführen. Der Gesetzesentwurf lässt dies zwar zu, verlangt aber, dass der Bund der DB AG dann vollen Wertausgleich gewähren muss. Derzeit würde der Wertausgleich nach Angaben der Bundesregierung etwa 7,5 Mrd. € betragen. In 18 Jahren sind ganz andere Beträge zu erwarten. Hinzu kommt, dass ein Gebrauchmachen von dem Rückholrecht des Bundes die Aktienkurse der DB AG »einbrechen« lassen würde. Dies alles zeigt, dass die Wertausgleichspflicht des Bundes prohibitive Wirkungen hat und eine Wiedervereinigung von juristischem und wirtschaftlichem Eigentum an den Eisenbahninfrastrukturunternehmen denkbar unwahrscheinlich macht. Wirtschaftlich stellt sich die Frage, ob die erwarteten Privatisierungserlöse von etwa 5 bis 8 Mrd. € (bei einem Wiederbeschaffungswert allein der Schienenwege von weit über 100 Mrd. €) in einem angemessenen Verhältnis zur Wertausgleichspflicht stehen. Politisch wurde der Gesetzesentwurf der Bundesregierung von Anfang an von allen Fraktionen der Oppositionsparteien abgelehnt. Auch viele Mitglieder der Fraktionen der Großen Koalition haben sich ablehnend geäußert. Ferner hat sich der SPD-Parteitag am 26. bis 28. Oktober 2007 gegen den Gesetzesentwurf ausgesprochen. Sollte es dennoch zur Verabschiedung des Gesetzes kommen, ist damit zu rechnen, dass das Bundesverfassungsgericht angerufen wird.

### **Ausgabe von Namensaktien des integrierten Bahnkonzerns**

Von Seiten der Sozialdemokraten wurde ferner eine Ausgabe von Volksaktien ins Gespräch gebracht. Der gesetzlich nicht festgelegte Begriff der Volksaktie wird jedoch sinnvariiert verwendet. Unter Volksaktien versteht man gemeinhin Aktien, die der Bevölkerung in breiter Streuung (unter Umständen auch durch Verbilligung des Emissionspreises nach Sozialstaffelung) angeboten werden. Eine solche Streuung lässt sich insbesondere durch die Ausgabe von vinkulierten Namensaktien (im Gegensatz zu Inhaberaktien) dauerhaft gewährleisten. Darunter werden Aktien verstanden, deren Übertragung auf einen anderen als den Benannten an die Zustimmung der Gesellschaft gebunden ist (§ 68 II AktG). Auf diese Weise kann auf den Kreis der Aktionäre Einfluss genommen werden. An der juristischen Bewertung würde diese Art der Privatisierung aber nichts ändern. Der Einfluss des Bundes wäre genauso gemindert wie bei einer Ausgabe normaler Aktien. Hinzu kommen wirtschaftliche Bedenken. So wäre bereits zweifelhaft, ob die

Ausgabe von vinkulierten Namensaktien auf genügend Nachfrage stoßen würde (im Jahre 2006 soll der Nettoabsatz aller inländischen Aktien nur bei rund 9,1 Mrd. € gelegen haben). In jedem Falle wäre der administrative Aufwand hoch. Außerdem hat man bisher die teilweise auch als »Heuschrecken« bezeichneten Großinvestoren in der Regel nur dann fernzuhalten versucht, wenn die Zerschlagung eines Unternehmens befürchtet wurde. Diese Gefahr besteht aber nicht, da der Bund bei Zugrundelegung aller bisherigen Pläne jedenfalls zunächst die Mehrheit an der DB AG behalten soll. Die im Bundestag vertretenen Parteien scheinen denn auch eine Ausgabe vinkulierter Namensaktien der DB AG nicht ernsthaft in Erwägung zu ziehen.

### **Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien des integrierten Bahnkonzerns**

Die Sozialdemokraten haben auf ihrem Parteitag vom 26. bis 28. Oktober dieses Jahres beschlossen, zwar an dem integrierten Bahnkonzern und der Privatisierung der DB AG festzuhalten, gleichzeitig aber einen Einfluss Privater auf die Unternehmenspolitik der Bahn auszuschließen. Dies soll durch eine Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien erreicht werden. Das Aktienrecht lässt solche Aktien zu (§ 12 AktG), verlangt aber, dass die Aktionäre für den Verlust des Stimmrechts einen Vorzug bei der Verteilung des Gewinns erhalten müssen (§ 139 Abs. 1 AktG). Kommt es zur Ausgabe solcher Aktien, wird den Anforderungen des Grundgesetzes genügt. Erwerben nämlich die Privaten trotz Privatisierung keine Einflussrechte, ist der Bund in der Lage, hinreichenden Einfluss auf die Infrastrukturunternehmen der Bahn auszuüben. Das heißt zwar noch nicht, dass der vorgelegte Gesetzesentwurf der Bundesregierung dann in jeder Hinsicht den verfassungsrechtlichen Erfordernissen gerecht wird. Zum Beispiel bliebe auch dann ein Rückholrecht des Bundes im Hinblick auf das wirtschaftliche Eigentum an den Eisenbahninfrastrukturunternehmen de facto ausgeschlossen. Jedoch ginge es nicht mehr um die grundsätzliche Konzeption, sondern um die Regelung von Details. Ob es sich wirtschaftlich empfiehlt, stimmrechtslose Vorzugsaktien auszugeben, steht auf einem anderen Blatt. So lassen sich stimmrechtslose Vorzugsaktien nur mit erheblichen Wertabschlägen veräußern. Dies wirft erst recht die Frage auf, ob sich genügend Interessenten finden werden. Zudem müssten erhöhte Dividenden zunächst am Markt verdient werden, bevor sie verteilt werden können. Wird die erhöhte Dividende in einem Jahr nicht oder nicht vollständig gezahlt, lebt das Stimmrecht der Vorzugsaktionäre automatisch wieder auf (§ 140 Abs. 2 AktG). Dann würden sich dieselben rechtlichen Probleme wie bei den Privatisierungsvarianten 2 und 3 ergeben. CDU und CSU haben sich gegen die Ausgabe stimmrechtsloser Aktien ausgesprochen, so dass es unwahrscheinlich ist, dass es zu einer solchen Art der Privatisierung der Bahn kommen wird.

### **Ausgabe von Aktien nur für den Verkehrsbereich (einschließlich der Logistiksparte)**

Derzeit prüfen die Koalitionsfraktionen ein neues, vom Bundesfinanzministerium zur Diskussion gestelltes Privatisierungsmodell der DB AG, nämlich eine Privatisierung nur der Verkehrsunternehmen (einschließlich der Logistiksparte), nicht der Infrastrukturunternehmen. Soweit bekannt geworden ist, wird daran gedacht, unterhalb der bestehenden DB AG Holding eine zweite Holding zu gründen, die im Wesentlichen die Bereiche Fernverkehr, Nahverkehr, Güterverkehr und Logistik umfasst. Nur diese Holding soll zu 49% privatisiert werden, wobei an den Verkauf normaler Aktien – auch an strategische Anleger – gedacht ist. Dieses Modell geht von einer Trennung der Eisenbahninfrastrukturunternehmen von den übrigen Unternehmen der Bahn aus. Von einer strikten Trennung unterscheidet es sich aber insofern, als alle Unternehmen der Bahn weiterhin der »Ober-Holding« DB AG unterstellt werden. Zwischen der »Ober-Holding« und der »Transport- und Logistik-Holding«, deren Teilprivatisierung vorgesehen ist, soll kein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abgeschlossen werden. Die Überlegungen gehen dahin, dass beide Holdingvorstände personenidentisch mit den Vorstandsmitgliedern der DB AG besetzt werden. Wenn es politisch gewollt ist, ließe sich dies aber später ändern.

Da es dem Grundgesetz entscheidend darauf ankommt, dass der Bund Einfluss auf die Steuerung der Eisenbahninfrastrukturunternehmen nehmen kann, und dies gesichert ist, wenn Private weder unmittelbar noch mittelbar an diesen Unternehmen beteiligt sind, wird das »Steinbrück-Modell« den verfassungsrechtlichen Anforderungen gerecht. Anhaltspunkte dafür, dass Aktien nur für die Verkehrsunternehmen der Bahn auf zu geringes Interesse stoßen werden, sind nicht ersichtlich. Ob die nicht strikte, sondern gemilderte Abkopplung von Eisenbahninfrastrukturunternehmen und den sonstigen Unternehmen der Bahn bei Fortbestehen einer gemeinsamen »Ober-Holding« politisch durchsetzbar ist, lässt sich zum jetzigen Zeitpunkt nicht abschließend beurteilen. Besonders die Bahngewerkschaften haben immer großen Wert auf einen integrierten Bahnkonzern gelegt. Dennoch sei die Prognose gewagt, dass diese Art der Bahnprivatisierung von allen bisher diskutierten Privatisierungsvarianten die größte Aussicht auf Verwirklichung hat.

### **Fazit und Ausblick**

Als Resümee lässt sich festhalten, dass die vom Gesetzgeber bisher verfolgte Strategie, die DB AG unter Beibehaltung eines integrierten Bahnkonzerns zu privatisieren, wegen der Rückwirkungen auf den Ausbau und den Erhalt der Schienenwege nach der hier vertretenen Ansicht mit dem Grund-

gesetz nicht vereinbar ist – es sei denn, es werden nur stimmrechtslose Vorzugsaktien ausgegeben, und es kann sichergestellt werden, dass das Stimmrecht nicht wieder auflebt. Falls eine strikte Trennung von Verkehrsnetz und Verkehrsbetrieb nicht gewollt wird, kommt jedoch eine Ausgabe von Aktien nur der Verkehrsunternehmen der Bahn an Private in Betracht, wenn die Verkehrsunternehmen (einschließlich der Logistiksparte) unterhalb der Konzernholding zusammengefasst und getrennt vom Schienennetz und den Bahnhöfen geführt werden. Wird dieser Weg beschritten, bedürfte der Börsengang der DB AG keines Gesetzes. Unberührt bleibt die Notwendigkeit, den von der Bundesregierung zwecks besserer Steuerung der Eisenbahninfrastrukturunternehmen in Bundesrat und Bundestag eingebrachten Gesetzesentwurf über ein neues Bundesschienenwegegesetz in verschiedener Hinsicht zu überarbeiten, um sicherzustellen, dass der Bund seinem Gewährleistungsauftrag (Art. 87e Abs. 4 GG) jederzeit nachkommen kann.



Otto Wiesheu\*

### Bahnprivatisierung ist überfällig

War die Bahn 1994 mit einer konsequenten weil vollständigen Marktöffnung für den Wettbewerb noch Vorreiter bei der Netzliberalisierung – die Märkte für Telekommunikation, Post und Energie wurden später und nur sukzessive geöffnet – so blieb der Prozess der Privatisierung in den Kinderschuhen stecken. Seit der formellen Privatisierung 1994, bei der die vorherigen Staatsbahnen Deutsche Reichsbahn und Deutsche Bundesbahn in einer gemeinsamen Aktiengesellschaft, der Deutsche Bahn AG, aufgegangen sind, herrscht hier, anders als in anderen Netzindustrien Stillstand. Eine materielle Privatisierung, durch die unternehmerischer Handlungsspielraum und Produktivitätsdruck durch privates Kapital weiter erhöht werden soll, steht bei der DB AG nach wie vor aus. So konsequent die Politik beim Wettbewerb auf mehr Markt setzt und Rechtsrahmen sowie staatliche Instrumente zur Absicherung des intramodalen Wettbewerbs seit der Marktöffnung stets weiterentwickelt, so konsequent muss sie auch das Ziel der Privatisierung verfolgen. Andernfalls würde der DB AG die entscheidende Voraussetzung versagt, die ein Unternehmen zur Teilnahme am Wettbewerb auf den Dienstleistungsmärkten benötigt. Die Bahn wird ihre wirtschaftlichen Möglichkeiten im Wettbewerb chancengleich erst dann nutzen können, wenn sie den Handlungsspielraum eines normalen Wirtschaftsunternehmens erhält.

Wesentliches Ziel der Bahnreform von 1994 war ein in allen Bereichen wirtschaftlich handelndes, auf Leistungs- und Produktivitätssteigerung ausgerichtetes Unternehmen, das durch seinen Geschäftserfolg zugleich zu einer dauerhaften Entlastung der öffentlichen Haushalte beiträgt. Im Grundgesetz wurde festgeschrieben, dass die Eisenbahnen des Bundes als Wirtschaftsunternehmen in privatrechtlicher Form zu führen sind. Eine unmittelbare politische Einfluss-

\* Dr. Otto Wiesheu ist Mitglied des Vorstands der Deutschen Bahn AG.

nahme auf die Unternehmensführung sollte so verhindert werden. Gleichzeitig wurde damit auch die Voraussetzung für die Aufnahme privaten Kapitals geschaffen. Zudem wurde grundgesetzlich festgelegt, in welcher Weise der Bund seiner Infrastrukturverantwortung nachzukommen hat. Bau, Ausbau und Ersatzinvestitionen von Schienenwegen der Eisenbahnen des Bundes sind vom Bund zu finanzieren. Und: Bei einer Privatisierung der DB AG muss die Mehrheit der Anteile an den Infrastrukturgesellschaften beim Bund verbleiben.

Mit der konsequenten Trennung von staatlichen und unternehmerischen Aufgaben hat die Politik damals eine wesentliche Weichenstellung vorgenommen. Öffentlichen Aufgaben, wie der Finanzierung von Infrastrukturinvestitionen und der ausreichenden Versorgung der Bevölkerung mit Nahverkehrsleistungen, kommen Bund und Länder seither auf Basis entsprechender Gesetze nach. Ob, in welchem Umfang und in welcher Qualität Schienennahverkehr stattfindet, entscheiden unabhängig von der Beteiligung privater Investoren an der DB AG allein die Bundesländer als Besteller auf der Grundlage des Regionalisierungsgesetzes.

### **Privatisierung und Daseinsvorsorge schließen sich nicht aus**

Wie ist es zu erklären, dass die Rückführung der heute noch staatlichen Anteile zugunsten privater Investoren bei der Bahn zu scheitern droht? Die eingeleitete Teilprivatisierung der DB AG wurde anhand von Eckpunkten, auf die sich der Bundestag Ende 2006 geeinigt hat, entwickelt. Sie entspricht voll und ganz den gesetzlichen Anforderungen zur Erfüllung öffentlicher Aufgaben. Die Kritik an der Beteiligung privater Investoren an der DB AG zeigt eine diffuse Vorstellung dessen, was 1994 mit der Bahnreform beschlossen wurde. Zum einen wird ein vermeintlicher Zielkonflikt zwischen öffentlicher Daseinsvorsorge und unternehmerischer Gewinnorientierung gesehen. Die Gemeinwohlverantwortung für den Schienenpersonennahverkehr wurde auf die Länder übertragen, für das Netz, den Güterverkehr und den Schienenpersonenfernverkehr wurde sie auf den Bund übertragen. Seit 1994 besteht die eindeutige Vorgabe des Grundgesetzes, die Eisenbahnen des Bundes als Wirtschaftsunternehmen zu führen. Seit der Bahnreform sind öffentliche und unternehmerische Verantwortung klar getrennt. Es gibt keinen vermeintlichen, durch das Vorhaben der Teilprivatisierung der DB AG aufbrechenden Zielkonflikt zwischen politischen und unternehmerischen Zielen. Vielmehr sind die Rollen von Bund und DB AG eindeutig verteilt. Der von Privatisierungskritikern erhobene Einwand, der Bund habe bei einer Beteiligung privater Investoren an der DB AG nur noch unzureichenden Einfluss auf die Investitionen in die Infrastruktur, ist nicht haltbar. Bei Neu- und Ausbau-

vorhaben ist wie bisher der Bedarfsplan des Bundes maßgeblich, der genau vorgibt, welche Strecken gebaut und ausgebaut werden. Finanzierungsbeiträge des Bundes für die Infrastruktur werden auch weiterhin stets zweckgebunden sein. Der Bund zahlt nur dann, wenn tatsächlich eine Investition getätigt wurde, d.h. Schienen erneuert, Brücken gebaut oder Bahnsteige errichtet werden. Die Mittelverwendung muss von Wirtschaftsprüfern testiert werden und wird vom Eisenbahnbundesamt kontrolliert. Im Bestandnetz werden die Investitionsschwerpunkte durch Qualitätsvorgaben des Bundes im Rahmen der zwischen Bund und DB AG abzuschließenden Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung bestimmt. Auch hier ist jeder Euro, der vom Bund kommt, zweckgebunden zu verwenden.

Insgesamt zeichnet sich das von Bundestag und Bundesregierung in den parlamentarischen Prozess eingebrachte Privatisierungskonzept dadurch aus, dass die Aufgaben, Rechte und Pflichten von Bund und DB AG klar und eindeutig voneinander abgegrenzt sind. Die Bahn muss die üblichen unternehmerischen Risiken tragen, hat aber auch die Möglichkeit, unternehmerische Chancen zu nutzen. Der Bund ist in der Lage, seinen Infrastrukturauftrag wahrzunehmen, ohne selbst als Unternehmer agieren zu müssen. Die erfolgreiche Entmischung staatlicher und unternehmerischer Aufgaben der Bahnreform von 1994 wird durch die Teilprivatisierung konsequent weitergeführt.

### **»Volksaktienmodell« überzeugt nicht**

Vor dem Hintergrund der oben genannten wenig überzeugenden Einwände gegen die Teilprivatisierung der DB AG wurde in der Diskussion zuletzt ein so genanntes »Volksaktienmodell« vorgeschlagen, das vorsieht, private Anteile an der Bahn in der Form von stimmrechtslosen Vorzugsaktien zu veräußern. So sollen der Bahn die notwendigen Finanzierungsmittel für Investitionen beschafft und gleichzeitig sichergestellt werden, dass der Bund die »ungeteilte Herrschaft« über das deutsche Schienennetz behält. Durch eine garantierte Mindestdividende sollen private Anleger einen Gewinnanspruch erhalten, der sie dafür entschädigen soll, dass sie keinen Anspruch auf Mitsprache bei der Geschäftspolitik der Bahn haben.

Bei näherer Betrachtung muss das »Volksaktienmodell« als unausgegoren bezeichnet werden. Es wäre ein für das Unternehmen sehr teures Modell der Kapitalbeschaffung, denn durch die Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien ist mit einem entsprechenden Abschlag auf den Ausgabekurs zu rechnen. Anleger, die auf ein Mitspracherecht verzichten müssen, gleichzeitig aber am unternehmerischen Risiko beteiligt werden, lassen sich dies durch einen niedrigeren Einstiegskurs vergüten. Nach Berechnungen des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) wird die Volksaktie

deutlich weniger Kapital bringen, als Bahnanteile, die als Stammaktien ausgegeben werden. Bei einer stimmrechtslosen Vorzugsaktie wäre nach Angaben des DIW lediglich 50% des Emissionspreises von Stimmrechtsaktien am Kapitalmarkt zu erzielen. Der im Zusammenhang mit der Teilprivatisierung geäußerte Vorwurf einer »Verschleuderung von Volksvermögen« würde so Realität.

Die Festlegung einer verhältnismäßig hohen Mindestrendite von 5% nimmt dem Management die Möglichkeit, die Finanzierungsentscheidung des Unternehmens flexibel zu gestalten. Zum einen muss der Gewinn und damit die Dividende jedes Jahr am Markt verdient werden und sollte schon deshalb flexibel bleiben: in guten Jahren kann mehr, in weniger guten Jahren weniger ausgeschüttet werden. Außerdem ist es unternehmerisch sinnvoll und im Interesse des Anlegers, wenn ein Unternehmen, das wie die Bahn auf den stark wachsenden Verkehrs- und Logistikmärkten aktiv ist, Gewinne zur Finanzierung des Wachstums flexibel einsetzen kann. Der Aktionär profitiert dann von einer Steigerung des Unternehmenswertes und erzielt seine Rendite vor allem durch Kursgewinne und weniger über Dividenden.

Viele Fragen bzw. die grundsätzliche Sinnhaftigkeit im Zusammenhang mit dem »Volksaktienmodell« sind noch ungeklärt. So lebt beispielsweise das Stimmrecht nach Aktienrecht wieder auf, wenn ein Unternehmen die garantierte Dividende zwei Jahre lang nicht bezahlen kann. Die Befürworter dieses Volksaktienmodells wollen dies ausschließen. Unklar ist auch, ob über das »Volksaktienmodell« ausreichend privates Kapital akquiriert werden kann. Die meisten Privatanleger kaufen ihre Aktien über Fonds. Es ist aber nicht geklärt, ob nach dem vorgeschlagenen »Volksaktienmodell« Fonds die Volksaktien überhaupt kaufen werden. Aktienfonds werden echte und keine unechten Aktien kaufen wollen. Anleihefonds werden auch weiterhin echte Anleihen und keine Vorzugsaktien kaufen. Wenn man berücksichtigt, dass bei Börsengängen in der Regel weniger als 20% bei Privatanlegern platziert wird, ist eine ausschließliche Platzierung von Bahnaktien bei Privatanlegern höchst unwahrscheinlich. Es ist nun einmal so, dass das Gros der Nachfrage nach Aktien von institutionellen Anlegern kommt, hinter deren Nachfrage wiederum Fondsinvestoren und damit »Kleininvestoren« stehen. Zielgruppe einer Emission für Bahnaktien sollten deshalb neben stimmberechtigten Privatanlegern auch Investoren mit dem Ziel einer konservativen, langfristig ausgerichteten Anlage sein. Für diese Investoren wäre die Bahn ein interessantes Investment.

### Kapitalprivatisierung nicht weiter verzögern

Die Bahnreform, die 1994 mit einem entschlossenen Ja zu Wettbewerb und Privatisierung umgesetzt wurde und in de-

ren Folge das Unternehmen DB AG den Sprung zu einem wettbewerbs- und zukunftsfähigen Konzern mit guten Perspektiven für die Beschäftigten geschafft hat, droht durch ein unausgeglichenes Privatisierungsmodell à la »Volksaktie« ad absurdum geführt zu werden. Das diffuse Bild, das sich ergibt, wenn man das »Volksaktienmodell« näher durchdenkt, legt den Schluss nahe, dass es den Befürwortern wohl eher darum geht, die Kapitalprivatisierung der DB AG ganz zu verhindern. Dabei stehen zwei unterschiedliche Motivationen im Vordergrund. Zum einen besteht die Auffassung, dass man auf den Gang an die Börse verzichten könne, die guten Geschäftszahlen der DB AG in den letzten Jahren zeigten doch, dass man auf dem richtigen Weg sei. Dabei wird aber übersehen, dass die erfolgreiche Entwicklung gerade durch die ehrgeizige Zielstellung »Erreichen der Kapitalmarktfähigkeit« beeinflusst worden ist und die Verkehrsmärkte vor weiteren herausfordernden Entwicklungen stehen, für die sich die DB AG wappnen muss. Die Einschätzung, die DB AG solle sich auf die nationalen Verkehrsmärkte konzentrieren, dann brauche sie auch kein Kapital für die weitere Internationalisierung des Konzerns, verkennt, dass im Güterverkehr nationale Märkte der Vergangenheit angehören. Die Güterbahnen erbringen heute bereits mehr als die Hälfte der Transportleistung im grenzüberschreitenden Verkehr. Und wenn die DB AG in den Auf- und Ausbau globaler Transport- und Logistikmärkte investiert, dann tut sie dies, um den Kundenanforderungen an Transport- und Logistikdienstleistungen aus einer Hand zu entsprechen. Die Schiene kann ihre Stellung auf den Verkehrsmärkten nur behaupten, wenn es gelingt, sie intelligent in die Transportketten einzubinden. Insofern geht es heute um ein »sowohl als auch« und längst nicht mehr um ein »entweder oder«. Auch im Personenverkehr wird die Schiene sich eine alleinige Konzentration auf den nationalen Markt immer weniger leisten können. Ausländische Wettbewerber haben hierzulande längst Fuß gefasst. Dieser Trend wird sich mit der weiteren – auch politisch gewollten und geförderten – Liberalisierung der europäischen Personenverkehrsmärkte ab 2010 weiter verstärken. Um damit einhergehende Verluste an Marktanteilen im Heimatmarkt zu kompensieren und Arbeitsplätze entsprechend sichern zu können, muss sich die DB AG neue Geschäftschancen im Ausland erschließen. Ein »weiter so« bedeutet in sich dynamisch entwickelnden Märkten immer ein Zurückfallen – das kann nicht gewollt sein.

Eine andere Motivation, die Teilprivatisierung der DB AG auf Grundlage des vorliegenden Gesetzentwurfs zu verhindern, besteht darin, den integrierten Konzern aufzulösen, die Transportgesellschaften isoliert zu privatisieren und die Infrastrukturgesellschaften staatlich zu führen. Den Befürwortern des so genannten »Trennungsmodells« seien nochmals die Beweggründe der Bahnreform von 1994 in Erinnerung gerufen. In Bezug auf das Netz wurde damals argumentiert, es sei unerlässlich, den Bereich Fahrweg in einer

unternehmerischen Form zu führen, da nicht auszuschließen sei, dass mit einer staatlichen Aufgabe Fahrweg auch die unternehmerischen Effekte der Transportbereiche negativ berührt werden würden. Nur durch umfassende Eigenverantwortung und höchstmögliches kaufmännisches Eigeninteresse könne die Leistungsfähigkeit und Produktivität des Gesamtsystems Schiene so gesteigert werden, dass die Bahn im Wettbewerb bestehen und überproportional am Verkehrssystem teilhaben könne. Diese Argumentation besticht auch 13 Jahre später durch ihre Logik.

Mit der Bahnreform von 1994 wurde der Grundstein gelegt für die positive Entwicklung der Schiene in den letzten Jahren. Die DB AG hat es geschafft, mit den Entwicklungen auf den Personen- und Güterverkehrsmärkten Schritt zu halten und sich auf den Wachstumsmärkten gut aufzustellen. Um diesen Weg fortsetzen zu können, muss die Bahnreform von 1994 konsequent fortgesetzt werden. Diskutiert wurde genug, jetzt ist die Zeit zu handeln.



Gerd Aberle\*

## Volksaktienmodell nicht attraktiv

### Die Deutsche Bahn AG: Ein »normales« Unternehmen?

Die Regierungskommission Bahn hatte in ihrem Gutachten zur Bahnreform, das 1994 fast vollständig umgesetzt wurde, bewusst den in der deutschen Rechtslandschaft fast einmaligen Übergang von dem »nicht rechtsfähigen Sondervermögen des Bundes« Deutsche Bundesbahn/ Deutsche Reichsbahn zu einer Aktiengesellschaft vorgeschlagen. Ziel war eine möglichst große Staatsferne der im intensiven Wettbewerb stehenden Bahn, also der aktienrechtlich begrenzte Einfluss des Eigentümers auf die Unternehmenspolitik. Die jahrzehntelangen negativen Erfahrungen mit dem Sondervermögen Bundesbahn und dem permanenten Einfluss einer Vielzahl politischer Institutionen mit dem katastrophalen Zustand der Bahn in Deutschland (Personalaufwand höher als der Umsatz, 34 Mrd. € langfristige Schulden, qualitativ schlechtes Fahrzeugmaterial, sinkender Bahnmarktanteil) sollten aber auch gegenwärtig nicht in Vergessenheit geraten.

So ist der 1994 geschaffene Bahnkonzern zwar aktienrechtlich ein »normales« Unternehmen. Dennoch bestehen einige wichtige, für die vorgesehene materielle Privatisierung durch einen Börsengang bedeutsame Besonderheiten. Eines der wesentlichen Ergebnisse der Bahnreform von 1994 war, dass die DB AG keine gemeinwirtschaftlichen Aufgaben mehr hat; sie wurden dem Bund gemäß Art. 87 e bezüglich der Netzinvestitionen und den Ländern für den Schienenpersonennahverkehr zugewiesen, die hierfür vom Bund als Regionalisierungsmittel die erforderlichen Finanzaufweisungen erhalten. Insofern ist die in der aktuellen Diskussion, z.B. vom Bundestagsabgeord-

\* Prof. Dr. Dr. h. c. Gerd Aberle, Universität Gießen, war Mitglied der Regierungskommission Bahn.

neten Scheer getätigte Feststellung falsch, die DB AG sei ein gemeinwirtschaftliches Unternehmen.

Nach Art. 87 e Abs. 3 GG muss das Schienennetz der DB AG im Mehrheitseigentum des Bundes insoweit verbleiben, als maximal 49,9% veräußert werden dürfen; Zustimmung der Länder vorausgesetzt. Hierdurch soll die Gemeinwohlverpflichtung des Bundes für Ausbau und Erhalt des Netzes gesichert werden (Art. 87 e Abs. 4 GG). Gleichzeitig ist der Bund für die Finanzierung der Investitionen in das Netz verantwortlich (Netto- und Ersatzinvestitionen), während die Netzunterhaltung von der DB Netz AG über Nutzungsentgelte zu finanzieren ist. Hier liegt die zentrale Besonderheit des Unternehmens DB AG: Das Netz als erfolgsentscheidendes Produktionsinstrument ist der Disposition durch die DB AG hinsichtlich der Investitionen teilweise entzogen, auch wenn das Netz derzeit im rechtlichen und wirtschaftlichen Eigentum der DB AG steht und nur indirekt über die 100% Kapitalanteile an der DB AG beim Bund.

### **Materielle Privatisierungserfordernisse**

Die materielle Privatisierung beinhaltet die Beteiligung privaten Kapitals an der DB AG. Durch die Bahnreform von 1994 und organisationsrechtliche Ergänzungen ist die DB AG als Managementholding mit den Geschäftsbereichen Personenverkehr, Güterverkehr/Logistik und Infrastruktur strukturiert; die marktaktiven und von der Holding beherrschten Tochterunternehmen sind als Kapitalgesellschaften, teilweise als Aktiengesellschaften, tätig.

Die durch das Grundgesetz gegebene Schranke ermöglicht nur eine Teilprivatisierung von bis zu 49,9% der DB AG als Gesamtheit, sofern das Netz integraler Bestandteil des Unternehmens ist.

Es ist unstrittig, dass das Netz der DB AG mit rund 35 000 km Streckenlänge betriebswirtschaftlich aufgrund der hohen Fixkosten und regional sehr unterschiedlicher Auslastung nicht kostendeckend zu betreiben ist, das heißt, alle potentiellen Investoren gehen davon aus, dass die in Art. 87 e GG festgeschriebenen Investitionsverpflichtungen des Bundes auch weiterhin Geltung besitzen.

Die Wirtschaftsergebnisse der vergangenen Jahre und die erfolgreiche Positionierung der DB AG als international tätiger Mobilitätsdienstleister haben die Voraussetzungen für einen erfolgreichen Börsengang geschaffen, der auch voraussetzt, dass der erforderliche freie Cashflow für Dividendenzahlungen in Zukunft erwirtschaftbar erscheint.

### **Störfeuer im Privatisierungsprozess**

Das von der Bundesregierung vorgelegte Gesetzespaket zur Teilprivatisierung sieht vor, dass die DB AG das rechtliche

Eigentum am Netz an den Bund abgeben, aber das wirtschaftliche Eigentum auf (möglicherweise) 15 + 3 Jahre zugewiesen erhält. Damit wird das Netz weiterhin bei der DB AG bilanziert; über Netzaus-/neubau entscheidet der Bund. Für die erforderlichen Ersatzinvestitionen werden der DB AG jährlich 2,5 Mrd. € zur Verfügung gestellt mit entsprechenden Kontrollmöglichkeiten für eine zweckgemäße Mittelverwendung. Dieser Betrag entspricht den bisherigen Mittelzuweisungen, die allerdings durch bürokratieintensive Einzelentscheidungen mit erheblichem Aufwand im Zuweisungsverfahren behaftet sind. Damit wird den Vorgaben des Grundgesetzes entsprochen, da der Bund über 50% der Anteile des netzintegrierten Unternehmens DB AG behält und hierdurch seinen politischen Einfluss sichert. Dieser Einfluss bezieht sich nicht nur auf das Netz, sondern auch auf die Geschäftsbereiche Personenverkehr und Güterverkehr/Logistik, obwohl die Vorgaben des Grundgesetzes sich nur auf das Netz beziehen.

In den letzten Wochen sind medienwirksam mehrere Kritikpunkte von Gegnern der Teilprivatisierung vorgetragen worden.

- Die Länder lehnen mehrheitlich den zustimmungspflichtigen Gesetzesvorschlag ab. Sie gehen davon aus, dass private Kapitalanleger aufgrund ihres Renditestrebens die Bedienung der Fläche mit Schienenverkehrsleistungen bei schwacher Auslastung ablehnen und die DB AG zu entsprechenden Streckenstilllegungen veranlassen würden.
- Die Befürworter einer Abtrennung des Netzes und Übertragung sowohl des rechtlichen wie auch des wirtschaftlichen Eigentums auf den Staat erhoffen sich durch die strittige Diskussion um den Börsengang doch noch eine institutionelle Trennung von Eisenbahntransport und Netz, die durch die Koalitions- und Kabinettsentscheidungen zugunsten der Teilprivatisierung eines integrierten Unternehmens DB AG verworfen wurde.

Zu diesen Kritikpunkten ist festzustellen:

- Streckenstilllegungen bedürfen eines mehrstufigen rechtlichen Verfahrens; die Prüfungen und Bewertungen erfolgen durch DB-externe Institutionen, z.B. durch das Eisenbahnbundesamt (§ 11 Allgemeines Eisenbahngesetz). Über die Nutzung von Strecken in Schwachlastregionen entscheiden die Länder, die jeweils die Nahverkehrszüge bestellen. Dies erfolgt zunehmend über Ausschreibungsverfahren, bei denen die DB AG über die Tochter DB Regio als Anbieter auftritt, jedoch nur noch bei 40–50 % der Verfahren erfolgreich ist, d.h. dritte Bahnen übernehmen die Verkehrsleistungen.
- Es ist zutreffend, dass das natürliche Monopol Netz bei Integration in den Konzern der DB AG ein beträchtliches Diskriminierungspotential gegenüber dritten Bahnen besitzt. Durch einen problemadäquaten Regulierungsrahmen kann jedoch diese Diskriminierungsproblematik entscheidend reduziert, gleichzeitig aber die mit der Netzin-

tegration verbundene dynamische Effizienz (insb. Scope economies) gesichert werden. Nur ein Netzmanagement durch einen starken Netznutzer gewährleistet die aus den Nutzungsanforderungen des Personen- und Güterverkehrs abgeleitete Qualitätssicherung und die Kompatibilität mit den fahrzeugtechnischen Entwicklungen. Eine staatliche Netzorganisation, die letztlich nur eine Netzverwaltung betreiben kann, genügt nicht diesem speziellen Effizienzerfordernis.

In Deutschland besteht bereits seit der Bahnreform 1994 eine sehr weitgehende Öffnung des Netzes für dritte Bahnen, ergänzt durch einen differenzierten Regulierungsrahmen, in dem die Bundesnetzagentur, das Bundeskartellamt, der Netznutzerbeirat bei der DB Netz AG, ein Infrastrukturbeirat der Länder, die Monopolkommission und die EU-Kommission auf die Erfüllung des diskriminierungsfreien Netzzugangs achten. Als Folge nutzen in Deutschland neben der DB AG rund 300 Bahnen des Personenverkehrs und des Güterverkehrs mit steigenden Markterfolgen das Netz. Ihr Marktanteil stieg bei den Personenkilometern im Nahverkehr von 2002 bis 2006 von 3,9 auf 6,7%, im Güterverkehr bei den Tonnenkilometern von 4,8 auf 16,4%. Der Anteil dritter Bahnen an den gesamten Zugkilometern erhöhte sich von 8,6 auf 15,2%. In Deutschland ist die europa- und weltweit höchste Wettbewerbsintensität im Schienenverkehr (intramodaler Wettbewerb) bei einer komplexen Nutzungsüberlagerung durch Personen- und Güterverkehr sowie Nah- und Hochgeschwindigkeitsverkehr anzutreffen. Dass Dritte aus nachvollziehbaren ökonomischen Überlegungen nicht in den äußerst kostenintensiven und durch Kundenbindungseffekte (BahnCard) erschwert zugänglichen Schienenpersonenfernverkehr eintreten, sei nur am Rande vermerkt. Ein wettbewerbspolitisch relevantes Diskriminierungsproblem ist hier nicht gegeben.

Insofern ist die immer wieder geäußerte Kritik am integrierten Eisenbahnunternehmen DB AG, der intramodale Wettbewerb funktioniere nicht, unzutreffend. Es sind auch keine bei vergleichbaren ausländischen Eisenbahnen und Netzstrukturen gegebenen Vorzüge eines Unbundling nachgewiesen worden.

### Emission von Volksaktien?

Bis 2000 war ein Börsengang der DB AG aufgrund der wirtschaftlichen Ergebnisse nicht vorstellbar. Seitdem haben sich jedoch aufgrund von kostensenkenden und leistungssteigernden Veränderungen in den Geschäftsprozessabläufen, durch zahlreiche Akquisitionen von ausländischen Bahn- und Logistikunternehmen, durch eine konsequente Investitionsstrategie in rollendes Material und stationäre Anlagen die Wirtschaftskennzahlen außerordentlich verbessert. So wurde 2006 ein EBIT von 2,5 Mrd. € bei einem Umsatz von 30,1 Mrd. € und einem Jahresüberschuss von 1,68 Mrd. €

erreicht. 2001 betrug das EBIT noch – 0,7 Mrd. €. Der ROCE erreichte 2006 den Wert von 7,5% (2005: 5,0%), die Eigenkapitalquote ist auf 19,0% gestiegen. Die DB AG ist auf dem Weg zu einem führenden internationalen Mobilitäts- und Logistikdienstleister.

Es war immer daran gedacht, für die Gewinnung von neuem Kapital durch einen Börsengang vor allem institutionelle Anleger anzusprechen, die eine sichere längerfristige Kapitalanlage mit marktfähiger Rendite anstreben und weniger eine starke Kurssteigerung erwarten.

Die von Teilen der SPD geforderte Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien zur Verhinderung unerwünschten Einflusses von institutionellen Anlegern auf die Bahnpolitik ist als Instrument zur Verhinderung der Teilprivatisierung der DB AG anzusehen. Offensichtlich gibt es politisch aktive Kräfte, welche die Bahnreform von 1994 wieder umkehren wollen, ohne Rücksicht auf die katastrophalen Folgen für das Unternehmen DB AG und für die gesamte deutsche Volkswirtschaft.

Stimmrechtslose Vorzugsaktien als »Volksaktien« sind wegen ihrer Stimmrechtslosigkeit eine Beteiligung zweiter Klasse. Sie erbringen weit weniger Emissionserlös, als es bei der Veräußerung von Stimmrechtsaktien an internationale Anleger der Fall sein wird. Für die DB AG stellt diese »Volksaktie« wegen ihrer ergebnisunabhängig garantierten (höheren) Vorzugsdividende ein risikobehaftetes Eigenkapital dar, zumal diese Aktien im Unterschied zu einer Anleihe nicht durch Rückzahlung eingelöst werden können.

Das Volksaktienmodell ist somit weder unternehmenspolitisch noch gesamtwirtschaftlich attraktiv. Es gefährdet die notwendigen Kapitalzufuhr an die DB AG, die vom Bund als Eigentümer nicht geleistet werden kann und damit die Absicherung einer weiteren erfolgreichen Entwicklung des größten europäischen Mobilitäts- und Logistikdienstleisters. Die Liberalisierung der europäischen Schienengüterverkehrsmärkte erhöht permanent den Wettbewerbsdruck auf die DB AG, zunehmend auch durch ausländische Staatsbahnen und deren Tochterunternehmen. Ohne Nutzung von privatem Kapital wird die DB AG dem Wettbewerb nicht standhalten können. Durch die Marktöffnung für dritte Bahnen ist die Wettbewerbslage gegenwärtig wesentlich intensiver als vor der Bahnreform 1994, als nur der intermodale Wettbewerb durch den Straßengüter- und Binnenschiffsverkehr bzw. durch den Pkw die Bahn erfolgreich in große Schwierigkeiten als staatliches Sondervermögen brachte und keine intramodale Konkurrenz den viel stärkeren Druck ausübte.



Hans-Peter Friedrich\*

## Volksaktie – ein schlechtes Privatisierungsmodell

### Ausgangslage – 13 Jahre nach der ersten Stufe der Bahnreform

Die Bahnreform 1994 war der entscheidende Schritt von der Behördenbahn hin zu einer nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen organisierten Deutschen Bahn AG (DB AG). Die Bahn wurde entschuldet, noch heute werden Jahr für Jahr aus dem Bundeshaushalt die Altschulden abgetragen. Grundidee war, dass der Staat dauerhaft die Verantwortung für das Schienennetz wahrnimmt, auf dem Schienennetz jedoch durch Wettbewerb und private Initiative die Kundenzufriedenheit und Effizienz verbessert werden. Als besonders erfolgreich erwies sich die damalige Entscheidung, die Schienen-Personenverkehrs in die Verantwortung der Bundesländer und damit der Entscheidung vor Ort zu legen. Mit den so genannten »Regionalisierungsmitteln«, die der Bund alljährlich in Milliardenhöhe zur Verfügung stellt, können die Länder Verkehrsleistungen bei der DB AG oder ihren Wettbewerbern bestellen. Mehr und mehr werden die Verkehrsleistungen auf den Strecken ausgeschrieben, so dass der Wettbewerb zwischen konkurrierender Bahnunternehmen zunehmend für eine effiziente Bewirtschaftung der Nahverkehre sorgt und den Ländern Finanzspielräume eröffnet, mit denen sie auch die Infrastruktur verbessern konnten. Neue Haltestellen und Modernisierung bestehender Einrichtungen haben die Attraktivität des Schienen-Personenverkehrs in den letzten Jahren nachhaltig gesteigert.

Der Personenfernverkehr wird nicht aus öffentlichen Mitteln finanziert. Jedes in- und ausländische Bahnunterneh-

men kann bereits heute Fernverkehrsleistungen auf eigene Rechnung und eigenes Risiko auf dem deutschen Schienennetz anbieten. Die Erfolge sind dabei aber eher von bescheidenem Ausmaß. Bisher haben nur wenige Wettbewerber den Eintritt in diesen Markt versucht. Ein wesentlicher Impuls für mehr Wettbewerb könnte sich allerdings aus der europaweiten Marktöffnung für grenzüberschreitende Verkehre in 2010 ergeben.

Ganz anders im Güterverkehr. Hier hat ein stärker werdender Wettbewerb dazu beigetragen, dass in den letzten Jahren signifikante Zuwächse der Gütertransporte auf der Schiene zu verzeichnen sind. Anlass zu Kritik gibt jedoch immer wieder die Tatsache, dass die DB AG als bei weitem größter Marktteilnehmer im Personen- wie im Güterverkehr gleichzeitig auch Eigentümer des Schienennetzes ist. Für eine DB AG, die gleichzeitig Netz und Betrieb hält, ist es unternehmerisch rational, Investitions- und Preispolitik der Eisenbahninfrastruktur an ihren Bedürfnissen auszurichten und für ihre Unternehmensinteressen zu nutzen. Die Bundesnetzagentur, die ihre Arbeit zu Beginn dieses Jahres aufgenommen hat, geht zwar jeder behaupteten Diskriminierung der Wettbewerber nach, doch kann die Regulierung ein wettbewerbsneutrales Geschäftsmodell der Eisenbahninfrastrukturunternehmen nicht ersetzen. Vielfach wird es als Fehlentscheidung angesehen, dass 1994 die Infrastruktur nicht in eine eigene Gesellschaft unabhängig von den Betriebsgesellschaften der DB AG eingebracht wurde, sondern die Trennung von Netz und Betrieb verschoben und bis heute noch nicht realisiert wurde. Zu groß war und ist die Versuchung für die DB AG, sich das natürliche Monopol »Infrastruktur« auf Dauer einzuverleiben. Statt die von den Reformern der neunziger Jahre vorgesehene Trennung vorzubereiten, hat der Konzern im Gegenteil das Netz möglichst weit integriert. Gleichzeitig entwickelte sich die DB AG zu einem internationalen Logistikunternehmen, das im In- wie im Ausland verkehrsträgerübergreifend Verkehrsbeteiligungen erwarb. Großeinkäufe, wie die Transportunternehmen Schenker oder Bax Global in den USA oder der beabsichtigte und letztlich gescheiterte Kauf der Hamburger Hochbahn oder der Hamburger Hafen und Logistik AG waren schlagzeilenträchtige Unternehmensentscheidungen. Diese Entscheidungen nähren aber andererseits immer mehr Zweifel daran, ob es richtig sein könne, dass ein deutsches Staatsunternehmen, mit deutschen Steuergeldern ausgestattet, zum Global Player aufsteigt und mit seinen internationalen Beteiligungen umfangreiche Risiken eingeht, die letztlich auch den Bundeshaushalt betreffen. Verluste aus dem Auslandsgeschäft der DB AG würden ihre Investitionsfähigkeit im Inland beeinträchtigen, so dass der Bund gezwungen wäre, zur Aufrechterhaltung des grundgesetzlichen gebotenen Schienenverkehrs Steuergelder in die Hand zu nehmen.

\* Dr. Hans-Peter Friedrich, MdB, ist stellvertretender Vorsitzender der CDU/CSU-Bundestagsfraktion.

## Teilkapitalprivatisierung als zweite Stufe ist überfällig

Aus ordnungs- und wirtschaftspolitischer, aber auch aus haushaltspolitischer Sicht ist deswegen längst der Zeitpunkt gekommen, den nächsten Schritt der Bahnreform umzusetzen: die Teilkapitalprivatisierung der im Wettbewerb stehenden Betriebsgesellschaften der DB AG. Durch die Einbeziehung privater Kapitalgeber durch einen Börsengang oder die Beteiligung von Investoren werden gleich mehrere Ziele erreicht:

Erstens: mehr Kundenfreundlichkeit, Innovation und Effizienz des Verkehrsangebots durch mehr Wettbewerb und Einbeziehung privaten Kapitals. Über vier Fünftel des Umsatzes der DB AG sind privatisierungsfähig und sollten auch privatisiert werden.

Zweitens: mehr Verkehr auf die Schiene. Dies hat die Entwicklung in allen Ländern gezeigt, in denen die Transportunternehmen privatisiert wurden. Damit wird auch ein wichtiger Beitrag zum Umweltschutz geleistet.

Drittens: fairerer Wettbewerb in den Logistikmärkten, da die staatlich subventionierte Eisenbahninfrastruktur sauber von dem Transportbereich getrennt wird.

Viertens: eine Effizienzkontrolle der Kapitalmärkte über die Investitions- und Expansionsentscheidungen des Bahnvorstandes herzustellen. Die Wirtschaftlichkeit eines Investments der DB AG in China, Indien oder sonst wo in der Welt zu beurteilen, kann nicht Aufgabe der deutschen Wirtschafts- oder Verkehrspolitik sein. Vielmehr müssen private, institutionelle Anleger oder strategische Anleger entscheiden, ob sie der DB AG Geld geben und was mit diesem Geld geschehen soll.

Fünftens: frisches Geld für die DB AG zur Wahrung ihrer weltweiten Chancen, sich im expandierenden Logistikmarkt zu positionieren und damit auch den europäischen Schienenverkehr zu stärken.

Für die Verkehrs- und Wirtschaftspolitiker der CDU/CSU-Bundestagsfraktion war aber auch klar, dass sich eine solche Teilkapitalprivatisierung ausschließlich auf die Verkehrsbetriebsgesellschaft des Konzerns beziehen konnte. Niemals aber sollten die DB Netz, die DB Station und Service oder die Energieversorgung in die Hand privater Anleger gelangen. Umso weniger, als die Infrastruktur auf absehbare Zeit massiv am finanziellen Tropf des Bundeshaushaltes hängt. Allein zur Sicherung des Infrastrukturbestandes in der heutigen Qualität ist ein Bundeszuschuss von wenigstens 2,5 Mrd. € jährlich erforderlich. Hinzu kommen notwendige Neu- und Ausbaumaßnahmen, die ebenfalls zur Sicherung des Infrastrukturauftrages im Bundeshaushalt kommen müs-

sen. Ein notwendiger Zwischenschritt auf diesem Weg zur zweiten Reformstufe war deshalb aus unserer Sicht stets eine Trennung von Infrastruktur und Betrieb. Dies war auch Beschlusslage von Partei und Fraktion seit den neunziger Jahren.

## Hindernisse auf dem Weg zur zweiten Reformstufe

Ganz andere Vorstellungen entwickelten der Bahnvorstand sowie einige Akteure in der Verkehrspolitik. Sie wollten den »integrierten Konzern« an die Börse bringen. Die Folgen wären ordnungs-, verkehrs- und wirtschaftspolitisch fatal: Das natürliche Monopol »Schienennetz/Infrastruktur« wäre unauf lösbar Bestandteil des global agierenden internationalen teilprivatisierten Konzerns. Damit würde das Kernstück der deutschen Eisenbahn – das mit über 180 Mrd. € Steuergeldern finanzierte Netz – primär nach den Interessen privater Kapitalgeber gesteuert. Da das Grundgesetz verlangt, dass der Bund zu mehr als 50% an der Infrastruktur beteiligt bleibt, müsste der Bund Mehrheitsgesellschafter des Gesamtkonzerns bleiben. Jede Kapitalerhöhung, die zur internationalen Ausrichtung und Expansion des Konzerns erforderlich wären, müsste der Bund mitmachen.

Gleichzeitig wäre eine Infrastrukturpolitik erschwert, die nicht an den betriebswirtschaftlichen Interessen des Konzerns, sondern an den volkswirtschaftlichen Interessen des Logistikstandortes Deutschland orientiert ist. Der Staat zur Wahrnehmung seines Infrastrukturauftrages von dem teilprivatisierten internationalen Konzern abhängig, in dessen Eigentum die Infrastruktur stände. Auch die Position des Mehrheitsgesellschafters hätte den Bund nicht befähigt, Verkehrspolitik über diese Kapitalbeteiligung umzusetzen; vielmehr wäre er ausschließlich den Kapitalinteressen seiner Mitgesellschafter verpflichtet. Umgekehrt hätte der Konzern den Staat aber in der Hand, wenn es um die staatliche Finanzierung des Bestandsnetzes ginge. Der Konzern hätte zur Aufrechterhaltung von Netzzumfang und -qualität praktisch jeden Preis verlangen können. Kein Kapitalanleger könnte sich eine komfortablere Situation vorstellen, als einen solchen Zugang zu den Steuertöpfen und eine faktische Risikoübernahme des deutschen Staates.

Die CDU/CSU-Bundestagsfraktion hat unterstützt von nahezu allen Wirtschaftsverbänden diesen »integrierten Börsengang« zurückgewiesen. Anders die SPD, die orientiert an der Gewerkschaft Transnet nur einen integrierten Börsengang akzeptiert. Die Interessen der Gewerkschaft sind klar: Der integrierte Börsengang würde auf Dauer einen halbstaatlichen Konzern zementieren, der durch die Kontrolle des natürlichen Monopols der Eisenbahninfrastruktur den Wettbewerb beherrschen könnte. Eine bessere Position kann sich eine Gewerkschaft kaum wünschen. Ob es wirklich im

Interesse der Beschäftigten des Eisenbahnsektors sinnvoll ist, solche monopolähnlichen Strukturen zu fördern, ist mehr als fraglich. Denn es geht auch um die Wettbewerbsfähigkeit der Schiene gegenüber der Straße. Nur dann, wenn die Bahnunternehmen im Wettbewerb ihre Effizienz verbessern, haben sie auch eine Chance, gegenüber den anderen Verkehrsträgern zu bestehen.

Ende 2006 wurde ein Kompromiss zwischen SPD und CSU geschlossen: Die Infrastruktur sollte in das Eigentum des Bundes übergehen – wie von CDU/CSU gewünscht, gleichzeitig sollte die DB AG für einen Zeitraum von 15 Jahren die Infrastruktur bilanzieren dürfen – wie von der SPD gewünscht, um den von den Gewerkschaften geforderten »konzerninternen Arbeitsmarkt« aufrechtzuerhalten.

### **Das Eigentumssicherungsmodell**

Zur Erfüllung des Spagats »Eigentum beim Bund« und »Bilanzierung bei der DB AG« war der Bundesverkehrsminister zu einer abenteuerlichen Rechtskonstruktion gezwungen worden. Unter Verwendung des Begriffs der »Sicherungsübereignung« wurde eine Konstruktion gewählt, die als »Eigentumssicherungsmodell« Schlagzeilen und Kopfschütteln verursachte. Aus Sicht der Union war die Konstruktion unter Bedingungen akzeptabel. Denn der Gesetzentwurf sah vor, dass in 10 bis 15 Jahren der Bundestag die endgültige Trennung von Netz und Betrieb beschließen konnte und dann durch einen lediglich juristischen Akt die Zusammenlegung des »wirtschaftlichen Eigentums« an der Infrastruktur mit dem »juristischem Eigentum« beim Bund, möglich sein würde. Das Eigentumssicherungsmodell wurde von der Union also als ein Zwischenschritt auf dem Weg zu einer Trennung von Netz und Betrieb angesehen. Bedingung für die Union war allerdings, dass die Bewirtschaftung der Infrastruktur durch die DB AG den Wettbewerb nicht behindern dürfte. Eine wirksame Regulierung und externe Preiskontrolle sollte sicherstellen, was ansonsten der Markt leistet. Außerdem sollte die Schienenverkehrspolitik des Bundes auch dann durchsetzbar gemacht werden, wenn es im Einzelfall nicht dem betriebswirtschaftlichen Konzept der DB AG entsprechen sollte.

Auch bei dieser Konstruktion blieb allerdings bei vielen die Sorge, ob das Schienennetz tatsächlich nach 10 bis 15 Jahren der DB AG wieder weggenommen werden könnte; schließlich wäre dann ein milliardenschwerer Wertausgleich für die Entnahme des Eigenkapitals aus der Bilanz fällig geworden.

### **Die Volksaktie**

Die Privatisierungsgegner in der SPD haben auf dem Parteitag im Oktober eine Privatisierung der DB AG nur mit

»Volksaktien« als Vorzugsaktie ohne Stimmrecht gefordert, um auf diese Weise den Einfluss von Privatinvestoren auf das Unternehmen und insbesondere auf die Infrastruktur zu verhindern. Der Verkauf einer solchen »Volksaktie« wäre jedoch ökonomisch wie politisch nicht zielführend. Erstens würde die Effizienzkontrolle der Kapitalmärkte über die internationalen Aktivitäten der DB AG auf nahezu null reduziert. Aktionäre ohne Stimmrecht können den Vorstand nicht wirksam kontrollieren und ihre Kapitalanlegerinteressen durchsetzen. Zweitens wäre die Privatisierung mit der Volksaktie als Kapitalbeschaffung nicht geeignet. Denn zum Ausgleich für die Machtlosigkeit der Aktionäre müsste eine Mindestrendite garantiert werden. Vor diesem Hintergrund wäre die »Volksaktie« eine reine Scheinprivatisierung, mit der keines der ursprünglichen Ziele erreicht würde. Herauskommen würde ein schlechtes Privatisierungsmodell, das die ordnungspolitischen Probleme des Eigentumssicherungsmodells mit dem Mangel an Kontrolle durch die Kapitalmärkte verbunden hatte. Die Union hat sie deswegen von Anfang an abgelehnt.

### **Ausblick**

Die Teilkapitalprivatisierung der Betriebsgesellschaften ohne Infrastruktur ist die politisch mögliche und in der Sache zielführende Weiterführung der Bahnreform. Die Beteiligung von privatem Kapital an der Transport-Holding bedeutet keine »Zerschlagung« des Konzerns. Solange nämlich über den teilprivatisierten Betriebsgesellschaften und den nicht-privatisierten Infrastrukturgesellschaften ein gemeinsames Dach der DB AG bestehen bleibt, können die operativen Vorteile aus dem Verbund von »Rad und Schiene« erhalten bleiben. Vielmehr lässt der Verbund im Konzern alle Möglichkeiten, auch dem Anliegen der Gewerkschaften und ihrer Forderung nach Aufrechterhaltung des konzerninternen Arbeitsmarktes Rechnung zu tragen. Von einer »Zerschlagung« kann schon deshalb keine Rede sein, da alle Unternehmensteile unter einem Konzerndach bleiben. Gerade im Interesse der Beschäftigten der DB AG in allen Sparten des Unternehmens ist es jetzt wichtig, mit einer Teilkapitalprivatisierung die Wettbewerbsfähigkeit zu sichern. Die Teilkapitalprivatisierung muss deswegen auf der politischen Tagesordnung bleiben.



Christian Kirchner\*

## Teilprivatisierung der Deutschen Bahn AG: Neue Konzepte?

### Von der visionären Bahnreform des Jahres 1994 zum Scheitern der Privatisierung im Jahre 2007?

Seit Jahren wird über die (Teil-)Privatisierung der Deutschen Bahn AG diskutiert. Bereits mit der Eisenbahnreform aus dem Jahre 1993, umgesetzt 1994, wurden die Weichen Richtung Privatisierung gestellt. Es wurde vorgesehen, dass die Deutsche Bahn AG als Wirtschaftsunternehmen zu führen sei. Zusätzlich wurden die Modalitäten geregelt, unter denen eine Privatisierung stattzufinden hätte, die auch eine private Beteiligung am Netz beinhaltet. Die alten Bruchlinien zwischen einem Integrations- und einem Separationskonzept wurden – wie schon in der Diskussion in den neunziger Jahren – wieder sichtbar. Während die eine Seite die Vorteile eines integrierten Bahnkonzerns betonte, beharrte die andere auf der Forderung nach einer Trennung von Netz und Verkehr. Endlich hatten sich die Regierungsparteien Ende 2006 auf eine Kompromisslinie geeinigt, nach dem der Bund am Netz juristisches Eigentum eingeräumt bekommen sollte, während das wirtschaftliche Eigentum bei der Bahn liegen sollte. Aus Haushaltsperspektive hatte diese Privatisierungsvariante zumindest den Vorteil, dass die Bilanzierung des Netzes – und damit auch der Ansatz der auf dem Netz lastenden Verbindlichkeiten – bei der Bahn zu erfolgen hätte. Die Verbindlichkeiten würden also nicht in den Bundeshaushalt eingehen und damit dessen Maastricht-Kompatibilität gefährden.

Totalgegner der Bahnprivatisierung witterten hinter einer solchen Lösung ein verfassungswidriges Konstrukt. Der

Gewährleistungsverantwortung des Bundes sei mit dem juristischen Eigentum am Netz nicht Genüge getan, wenn das wirtschaftliche Eigentum bei der Bahn liege, an der auch private Investoren beteiligt seien. Diese etwas abwegige Argumentation übersah geflissentlich, dass der Bund mehrere Instrumente besitzt, um seiner Gewährleistungsverantwortung nachzukommen, darunter insbesondere eine Einflussnahme qua Anteilsrechten und eine Einflussnahme qua Finanzierungs- und Leistungsvereinbarungen (LuFV). Ferner stattet der Bund die Länder mit Regionalisierungsmitteln aus, die der Bestellung von Verkehren dienen und damit die Auslastung und wirtschaftliche Tragfähigkeit der Infrastruktur beeinflussen. Die Einflussnahme über Anteilsrechte ist nach deutschem Gesellschaftsrecht eine sehr begrenzte, da die Leitungsmacht beim Vorstand des Unternehmens liegt und nicht bei der Hauptversammlung. Die Bahnreform von 1993 hatte mit Bedacht den Weg gewählt, dass die Bahn als Wirtschaftsunternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft zu führen sei, bei der der Eigentümer eben nicht in Maßnahmen der Geschäftsführung eingreifen kann. Anteilsrechte vermitteln also nur einen indirekten Einfluss, wohingegen der Bund in Leistungs- und Finanzierungsvereinbarungen (LuFV) ganz konkrete Pflichten und Durchsetzungsmechanismen festschreiben kann.

Dem Konzept einer (Teil-)Privatisierung eines integrierten Bahnkonzerns mit einer Beschränkung des Konzerns bezüglich des Eigentums am Netz (wirtschaftliches statt juristisches Eigentum) wurden nach den fruchtlosen rechtlichen Angriffen gegen dieses Konzept weitere Steine in den Weg geworfen. Bestand eines der wesentlichen Ziele der Privatisierungspläne darin, der Bahn den Zugang zum Kapitalmarkt zu eröffnen – einschließlich der Fähigkeit der Eigenkapitalaufnahme –, um sie in einer Phase der Öffnung und Umstrukturierung der europäischen Märkte von den Fesseln der Finanzierung über den Bundeshaushalt zu befreien, so ließ sich dieses Ziel womöglich dann vereiteln, wenn man die Beteiligung von institutionellen Anlegern und Großinvestoren vereiteln könnte, um statt dessen eine unattraktive Privatisierungsvariante zu wählen, nämlich die Beteiligung von »Volksaktionären« ohne Stimmrecht. Mit dem Beschluss des Hamburger Parteitages der SPD, der versucht, die Partei auf ein Volksaktienkonzept festzulegen, hatte es den Anschein, als sei damit das Projekt »Bahnprivatisierung« gescheitert. Es würde bei der Staatsbahn bleiben, mangels Haushaltsengpässen unterfinanziert und unfähig, sich an der Neustrukturierung der europäischen Eisenbahnmärkte zu beteiligen. Nach jahrelanger Diskussion, in der sich die streitenden Parteien zwar über das Privatisierungskonzept gestritten hatten, nicht aber über die Notwendigkeit der Privatisierung als solcher, schien man die Uhr auf eine Zeit vor 1994 zurückgedreht zu haben. Denn

\* Prof. Dr. Dr. Christian Kirchner ist Inhaber des Lehrstuhls für deutsches, europäisches und internationales Zivil- und Wirtschaftsrecht und Institutionenökonomik an der Humboldt-Universität zu Berlin.

1994 waren – wie ausgeführt – die Weichen in Richtung Privatisierung gestellt worden.

### **Notwendigkeit neuen Nachdenkens**

In der geschilderten Situation, in der es den Anschein hat, als sei der Zug »Bahnreform« gegen eine Wand gefahren, ist neues Nachdenken erforderlich. Es gilt, Klarheit zu schaffen, was konsentiert ist, wo Streit herrscht, welche Optionen verbleiben.

Zuerst die Punkte, in denen Einigkeit besteht: (1) Die Kapitalausstattung der DB AG muss verbessert werden. Dies allein aus Haushaltsmitteln des Bundes zu tun, stößt auf Probleme. (2) Der Bund soll weiterhin maßgeblichen Einfluss auf das Unternehmen ausüben können, das als Wirtschaftsunternehmen zu führen ist. (3) Es soll vorerst nur eine Teilprivatisierung durchgeführt werden. Die Einigkeit ist nicht so deutlich, wenn es um das Konzept der integrierten Bahn geht. Hier wendet sich der Beschluss des SPD-Parteitag gegen eine Zerschlagung. In den anderen beiden Regierungsparteien war man bereit, ein Modell mit zu tragen, in dem das juristische Eigentum am Netz beim Bund liegt, das wirtschaftliche bei der Bahn, so dass im Ergebnis die Vorteile der Integration nicht zerstört werden.

Uneinigkeit besteht bei einer Teilprivatisierung des DB-Konzerns als ganzem bezüglich der künftigen Aktionärsstruktur und dem Mitspracherecht privater Aktionäre. Während im Beschluss des SPD-Parteitag von der Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien (»Volksaktien«) die Rede ist, wird eben dies von den anderen Regierungsparteien abgelehnt.

In diesem Spannungsverhältnis muss im ersten Schritt abgewogen werden, was die Folgen eines Verzichts auf eine Teilprivatisierung der Deutschen Bahn AG zum jetzigen Zeitpunkt bedeuten würde. Sodann sind die Eckpunkte einer erfolgreichen Teilprivatisierung deutlich zu machen. Sodann ist der durchaus offene Begriff der »Volksaktie« auszuloten. Schließlich ist zu prüfen, ob ein Ausweg in einer Teilprivatisierung einer Zwischenholding liegen könnte, in der die Bereiche Personenverkehr sowie Transport und Logistik zusammengefasst sind, liegt. Dieses Konzept kommt aus dem Bundesfinanzministerium und läuft unter dem Namen »Holding-Modell«.

### **Die Kosten des Verzichts auf eine (Teil-)Privatisierung**

Die Tatsache, dass die Deutsche Bahn AG Kapital benötigt und dass eine Alimentierung aus dem Bundeshaushalt angesichts des klaren Vorrangs der Haushaltskonso-

lidierung auf erhebliche Probleme stößt, führt zur zwingenden Konsequenz einer (Teil-)Privatisierung. Entscheidend ist der Zugang zum Kapitalmarkt für Eigenkapital. Eine weitere Verschuldung bei gegebener Eigenkapitalausstattung erscheint weder betriebswirtschaftlich vertretbar noch politisch erstrebenswert. Der Zugang zum Kapitalmarkt zum jetzigen Zeitpunkt ist geboten, da mit der europaweiten Öffnung der Bahnmärkte eine Neustrukturierung insbesondere der Schienengütermärkte stattfindet. Hier kann nur mitspielen, wer das Kapital aufbringt, um Beteiligungen zu erwerben. Die neuen – europäischen – Strukturen der Schienengütermärkte sind für den deutschen Markt deshalb vorteilhaft, weil erst dann der Vorteil langer Transportwege, auf denen die Bahn dem Straßengüterverkehr überlegen ist, ins Spiel gebracht werden können. Um in Deutschland mehr Verkehr und damit mehr Güter auf die Schiene zu bringen, ist die Schaffung eines europäischen Schienengütermarktes erforderlich. Die Deutsche Bahn AG steht hier im Wettbewerb mit einer Vielzahl von Unternehmen, die Zugang zum Kapitalmarkt haben. Ist ihr dieser verwehrt, findet ein Kampf mit Spießen ungleicher Länge statt. Die Öffnung und Neustrukturierung der europäischen Schienengütermärkte findet jetzt statt. Ein Kapitalmarktzugang erst in einigen Jahren käme zu spät. Das Zeitfenster hätte sich möglicherweise schon wieder geschlossen. Ein Verzicht auf eine Privatisierung zum jetzigen Zeitpunkt bedeutet einen erheblichen Nachteil für die Schiene im intermodalen Wettbewerb. Im Straßengüterverkehr sind die Märkte schon lange geöffnet. Die hier tätigen Akteure verfügen alle über den erforderlichen Zugang zum Kapitalmarkt. Ein Verzicht auf die Privatisierung in dieser Situation ist für den Bund äußerst kostspielig. Es geht nicht nur um den entgangenen Privatisierungserlös. Es geht um die Ausgaben, die in künftigen Perioden auf den Bundeshaushalt zukommen, will man die Schiene dauerhaft stärken und sich an der Europäisierung der Bahnmärkte beteiligen. Die Nachteile sind aber auch die Stellung des schienengebundenen Transports im intermodalen Wettbewerb hoch. Blicke es bei – relativ kleinen – nationalen Märkten, könnte die Schiene ihren komparativen Kostenvorteil gegenüber anderen Verkehrsträgern nicht voll ausspielen. Das könnte auch negative Auswirkungen auf die Umwelt haben.

### **Voraussetzungen einer erfolgreichen (Teil-)Privatisierung der Bahn**

Eine erfolgreiche Teilprivatisierung bedeutet, dass die Bahn für Kapitalgeber attraktiv ist, sie also Eigenkapital zu günstigen Konditionen aufnehmen kann. Aus Sicht potentieller Anleger handelt es sich bei der Bahnaktie weder um einen Spekulationswert noch um ein Papier mit kurzfristigen Gewinnchancen. Wer in diese Aktie investiert, orientiert sich an den langfristig günstigen Aussichten der Trans-

portmärkte mit wachsenden Anteilen des Schienentransports. Die Komplexität der Marktentwicklung internationaler Transportmärkte verlangt die Arbeit von Finanzanalysten. Die Bahnaktie ist grundsätzlich wenig geeignet als Anlage von privaten Kleinanlegern, die Chancen und Risiken in diesen Märkten nur schwer einschätzen und bewerten können. Wollte man darauf setzen, dass vorzugsweise diese Anleger zum Zuge kämen, ginge dies im Wettbewerb zwischen verschiedenen Anlegern nur durch eine Restriktion anderer Anleger. Man müsste die Konditionen für andere Anleger so unattraktiv machen, dass diese ein Interesse an der Anlage verlor. Das bedeutete aber, dass das primäre Ziel der Privatisierung, nämlich der Zugang zum Kapitalmarkt zu günstigen Konditionen, verspielt würde. Man kann nicht beides zugleich wollen, den Kapitalmarktzugang zu günstigen Konditionen und den Ausschluss der Investoren, die diese Konditionen bieten können.

Die Eckpunkte einer erfolgreichen (Teil-)Privatisierung sind dann die folgenden:

- (1) Privatisierung mit Erhaltung des integrierten Bahnkonzerns und damit von Synergieeffekten und Innovationspotentialen.
- (2) Angebot zu attraktiven Konditionen für professionelle Anleger (institutionelle Anleger, Großinvestoren).
- (3) Gewährleistung des maßgeblichen Einflusses des Bundes (Gewährleistungsverantwortung).

Eckpunkt (2) schließt das Konzept der »Volksaktie« aus, wenn darunter ein risikoloses Papier zu Sonderkonditionen gemeint ist und wenn die Beteiligung institutioneller Anleger be- oder verhindert wird. Ist dies das Ziel des Volksaktienvorschlags, so ist er nur eine schönrednerische Umschreibung für die Forderung nach einem Verzicht auf die Bahnprivatisierung. Die gravierenden Folgen eines solchen Verzichts sind weder ökonomisch noch politisch zu akzeptieren.

Eckpunkt (3) macht keine Probleme, wenn der Gewährleistungsverantwortung parallel über eine Mehrheitsbeteiligung des Bundes und über vertragliche Bindungen (Leistungs- und Finanzierungsvereinbarungen) Genüge getan wird.

Im Ergebnis wird man zum Schluss kommen, dass das Volksaktienmodell kein Privatisierungsmodell ist, sondern ein Privatisierungsverhinderungsmodell.

### Das Holding-Modell

Beim Holding-Modell lägen die Anteile der Holdinggesellschaft zu 100% beim Bund. Damit änderte sich in Bezug auf das Netz nichts gegenüber dem gegenwärtigen

Zustand. Das bedeutet, dass eine Privatisierung unter diesen Rahmenbedingungen nicht der Gesetzesform bedarf. Die Netz AG bliebe weiterhin Tochtergesellschaft im Bahnkonzern. Ihre relative Unabhängigkeit wäre – wie schon heute – nach den Vorgaben des europäischen Gemeinschaftsrechts zu gestalten. Für die Privatisierung wäre eine veränderte Konzernstruktur erforderlich. Die Bereiche Personenverkehr sowie Transport und Logistik (jeweils als eigene Aktiengesellschaften) wären in einer Zwischenholding zusammenzufassen. Die Verkehrsgesellschaften unterständen dann nicht direkt der Konzernspitze des Bahnkonzerns, sondern der Zwischenholding, die ihrerseits Tochtergesellschaft im Bahnkonzern wäre. Juristisch ist eine solche Konzernstruktur darstellbar. Die Beherrschungsmöglichkeiten über Kapitalmehrheiten wären gegebenenfalls abzusichern über Beherrschungsverträge. Das eigentliche Augenmerk gilt zum einen dem Kalkül eines potentiellen Investors, der sich nun an der Zwischenholding beteiligt, zum anderen der Frage, ob die neue Konzernstruktur mit Zwischenholding das alte Separationsmodell wieder aufleben lässt, ob also die Vorteile des integrierten Bahnkonzerns preisgegeben werden. Die Probleme »Wahrung des Integrationskonzepts« und »Investorenkalkül« sind aufeinander bezogen. Aus Sicht eines potentiellen Investors besteht ein vitales Interesse an der Aufrechterhaltung der Integrationslösung. Würden nämlich Entscheidungen, die die Infrastruktur betreffen, und solche, die den Verkehr betreffen, voneinander getrennt, träten nicht nur erhebliche Friktionen auf. Es würde sehr schwierig werden, technologischen Fortschritt, der gleichermaßen auf der Netzebene und der Ebene des Verkehrs betrifft, Effizienzgewinne bei der Infrastruktur voranzutreiben. Aus Sicht von Investoren, die allein an Verkehrsgesellschaften beteiligt sind, würde sich ein erhebliches Risiko abzeichnen: Netzbezogene Entscheidungen, die die Verkehrsgesellschaften belasteten. Von da her haben Investoren, die sich an Verkehrsgesellschaften beteiligen, ein Interesse an Entscheidungen in einem integrierten Konzern. Das bedeutete, dass Sicherheit für einen überschaubaren Investitionszeitraum zu schaffen ist, dass der integrierte Bahnkonzern erhalten bleibt, dass die neue Privatisierungsvariante nicht als Einstieg in die Separierung begriffen wird. Eine solche Sicherheit lässt sich durch entsprechende vertragliche Konstruktionen schaffen. Dabei ist es nicht uninteressant, dass in diesem Fall, die von den Gewerkschaften vertretenen Arbeitnehmer des integrierten Bahnkonzerns ein gleichgelagertes Interesse haben. Separation bedeutet für die betroffenen Gewerkschaften die Gefahr einer Aufkündigung des Beschäftigungsbündnisses und möglicher Arbeitsplatzverluste. Während in einem integrierten Konzern ein konzerninterner Arbeitsmarkt existiert, in dem Wachstumsbereiche Arbeitskräfte aus anderen Bereichen aufnehmen können, entfällt dieser Vorteil im Separationsszenario. Private Investoren, die sich an Verkehrsgesellschaften beteiligen,

haben von da aus ein Interesse, Vereinbarungen, die auf die Sicherung des konzerninternen Arbeitsmarkt zielen, zu unterstützen.

Der Erfolg des Holding-Modells wird also davon abhängen, ob es gelingt, vertragliche, auch arbeitsvertragliche, Konstruktionen zu finden, die eine Beteiligung privater Investoren an der Verkehrszwischenholding attraktiv machen. Notwendig ist die Sicherung des integrierten Konzerns.



Christoph Schaaffkamp\*

## Deutsche Bahn AG Börsengang richtig machen

### Eine Erinnerung

Aufgeregte politische Debatten neigen dazu, Ziel und Ausgangspunkt aus dem Blick zu verlieren. Gegenwärtig wird der Börsengang der Deutschen Bahn AG (im Folgenden: DB AG) angestrebt. Dabei sind Ob und insbesondere Wie noch nicht entschieden. Kern der aktuellen Diskussion ist immer noch, ob Schienen und Stationen als Teil des Konzerns privatisiert werden oder beim Staat verbleiben sollen, da die Privatisierung der DB AG mit Netz mit weitreichenden Konsequenzen verbunden sein könnte:

- Private Dritte könnten Zugriff auf die Eisenbahninfrastruktur bekommen und ihren Renditeerwartungen unterwerfen – ggf. im Widerspruch zu Zielen der Daseinsvorsorge.
- Bei Netz und Stationen würde der Erlös aus der Privatisierung weit unter dem Zeitwert und dem Wiederbeschaffungswert liegen.
- Der weltweit agierende Logistikkonzern DB AG verbliebe aufgrund der Privatisierungssperre des Art. 87e GG dauerhaft mehrheitlich in Staatseigentum.
- Die Struktur der DB AG als integrierter Konzern mit Netz und Transport wäre praktisch unumkehrbar zementiert.

In diese Diskussion wurde der Vorschlag eingeführt, durch die Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien (»Volksaktien«) trotz Teilprivatisierung sicherzustellen, dass private Aktionäre keinen unerwünschten Einfluss auf die Entwicklung der Infrastruktur nehmen können.

Nachfolgend wird betrachtet, welche Ziele mit der Teilprivatisierung der DB AG verfolgt werden. Untersucht wird, ob

\* Christoph Schaaffkamp ist geschäftsführender Gesellschafter der Unternehmensberatung kcw, Berlin, Hamburg ([www.kcw-online.de](http://www.kcw-online.de)).

hierzu die Volksaktie ein geeignetes Instrument darstellt. Anschließend wird basierend auf dem Modells der Privatisierung einer operativen Sub-Holding der DB AG die Frage nach einer sinnvollen Struktur für den Börsengang der DB AG betrachtet.

### Ziele und bisheriges Ergebnis der Bahnreform

Mit der Bahnreform 1993 sollten erreicht werden:

- *Mehr Verkehr auf die Schiene.* Das Ziel wurde bislang nur teilweise erreicht. Die Nachfrage im Fernverkehr und im Güterverkehr liegt trotz konjunktureller Erholung noch immer auf dem Niveau von 1993. Die Fahrgastzuwächse im Regionalverkehr wurden mit starken Angebotsausweitungen erkaufte.
- *Haushaltsentlastung.* Inwieweit diese erreicht wurde, ist umstritten. Der Bund stellt weiter kontinuierlich umfangreiche Haushaltsmittel zur Verfügung.<sup>1</sup> Gleichzeitig ist die Verschuldung der DB AG seit 1994 (Entschuldung, Abwertung des Anlagevermögens) auf 22 Mrd. € angestiegen. Das Netz wird vom Bund weiter mit ca. 2,5 Mrd. € p.a. zzgl. Finanzierung Neu-/Ausbau subventioniert.
- *Wettbewerb.* Dieser sollte insbesondere mit Hilfe der in der Bahnreform angelegten Trennung von Netz und Transport entstehen. Er sollte Effizienz und Innovation treiben, ist aber insbesondere im Personenverkehr noch immer die Ausnahme. Die DB AG ist weiter in allen Eisenbahnsparthen marktbeherrschend. Sie verfügt über die Infrastruktur und hat ein faktisches Monopol beim Rollmaterial im Personenverkehr.

Unbestreitbar weist die Bahnreform auch Erfolge auf. Die DB AG hat sich von einer Behörde weit in Richtung eines marktorientierten Dienstleisters entwickelt und über gezielte Zukäufe als globaler Logistikanbieter aufgestellt. Die Zukäufe vergrößern die Schuldenlast.

Die Zukäufe und die globale Strategie erzeugen weiteren Kapitalbedarf der DB AG, die davon ausgeht, dass sie einen erheblichen Teil der Privatisierungserlöse für sich behalten könne. Diese sind nach ihren Vorstellungen für Investitionen im Logistikbereich und für die internationale Expansion bestimmt. Für die Weiterentwicklung der deutschen Eisenbahninfrastruktur plant die DB AG keine Eigenmittel.

### Welchen Mehrwert bietet die »Volksaktie«?

Vom BMVBS wird die Frage geprüft, ob die Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien (»Volksaktien«) geeignet ist, die Privatisierung »voranzubringen«.

Primär dürfte es sich um einen klassischen politischen Kompromissvorschlag handeln. Der zugrunde liegende Parteitagsbeschluss der SPD beruhte auf dem Unbehagen, dass private Investoren Erhalt und Steuerbarkeit der Infrastruktur gefährden könnten.

Es erscheint jedoch fraglich, ob dieses und die Ziele der Bahnreform durch die Ausgabe von »Volksaktien« erreicht werden können, die international ohne Vorbild ist. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die »Volksaktie« innerhalb eines Börsengangs der DB AG mit *Infrastruktur* eingesetzt werden soll:

- *Mehr Verkehr auf der Schiene* wird dadurch erreicht, dass geeignete Strukturen geschaffen werden. Entscheidend sind die Funktionsfähigkeit des Marktes, diskriminierungsfreier Marktzugang und wirksame Regulierung.<sup>2</sup> »Volksaktien« haben hierauf keine Auswirkungen.
- Die *Haushaltsentlastung* bei der Eisenbahn ist – gleichbleibenden Umfang von Netz und Leistungen vorausgesetzt – davon abhängig, dass die Strukturen des Eisenbahnmarktes auf möglichst große Teile der Wertschöpfung Effizienz- und Innovationsdruck ausüben. Weiter muss die Effizienzsteigerung auch tatsächlich der öffentlichen Hand zugute kommen, damit diese die Zuschüsse für die Eisenbahn minimieren kann. Dieses setzt insbesondere wirksamen Wettbewerb voraus. Die »Volksaktie« ist hierauf ohne Einfluss.
- Mehr *Effizienz und Effektivität bei der Infrastruktur* durch den Treiber Kapitalmarkt wäre wünschenswert. Dies ist kein Automatismus, gerade da das Netz auf direkte staatliche Subventionen angewiesen ist. Mit oder ohne Volksaktie ist die Zementierung eines dauerhaften Monopols kein geeigneter Anreiz. Widersinnig ist, dass ein natürliches Monopol teilprivatisiert werden soll, ohne dass Wettbewerb entsteht.
- Auch gegen die *befürchteten negativen Effekte der Privatisierung* erscheint die »Volksaktie« zu schwach. Sie stärkt zwar die Stellung des Bundes. Die Effekte werden jedoch nicht durch private Aktionäre verursacht, sondern dadurch, dass ein integrierter Konzern mit Infrastrukturmonopol privatisiert wird. Auch mit »Volksaktionären« kann dieser Monopolrenten durchsetzen, verfügt über Diskriminierungspotentiale, nutzt Innovationspotentiale unzureichend und muss daran interessiert sein, spezifisch teure Netzbestandteile abzustoßen.
- Weltweit gibt es für die Privatisierung der Infrastruktur oder für die eines integrierten Staatskonzerns *kein positives Vorbild*.<sup>3</sup> Im Gegenteil: Die Privatisierung der bri-

<sup>1</sup> Vgl. aktuelle Angaben in BT-Ds. 17/6676, Fragen 33 ff.

<sup>2</sup> Die hinsichtlich der Nachfrageentwicklung erfolgreichsten nationalen Eisenbahnen in Europa sind diejenigen mit einer klaren Trennung von Netz und Transport: Großbritannien und Schweden.

<sup>3</sup> Erfolgreich privatisierte Infrastrukturen finden sich bislang für Rumpfnetze (Japan) oder langsame Güterverkehrsnetze (USA); diese Strukturen sind mit der DB AG nicht vergleichbar.

tischen Eisenbahninfrastruktur endete mit der Pleite von Railtrack plc. In Neuseeland, Estland und Tasmanien scheiterte die Privatisierung integrierter Staatsbahnen. Immer musste der Staat mit Steuergeldern intervenieren.

Dem Bundesfinanzminister droht bei der Privatisierung mit Infrastruktur und »Volksaktie« ein Misserfolg.

- Wegen des reduzierten Einflusses auf die Unternehmensführung bei »Volksaktien« werden sich die Privatisierungserlöse (5 bis 8,7 Mrd. € für 49% der Aktien lt. PRIMON-Gutachten) voraussichtlich verringern. Die Beiträge für den Bundeshaushalt oder für das weitere Wachstum der DB AG schrumpfen entsprechend.
- Insgesamt ist die Tragfähigkeit und Nachhaltigkeit des Konzepts der stimmrechtslosen Aktie zweifelhaft. Da bei Entfall der Dividende das Stimmrecht zwingend auflebt, müssten erhebliche Gewinnreserven aufgebaut werden. Diese würden die mögliche Kapitalzuführung aufheben.
- Das Ziel, die Unternehmensführung durch den Renditedruck privater Investoren zu verbessern<sup>4</sup>, wird durch die »Volksaktie« nicht erreicht – die stimmrechtslosen Aktien sollen den Einfluss ausschließen.

Grundsätzliche Skepsis verdient die Teilprivatisierung des integrierten Konzerns auch, weil Art. 87e GG dauerhaft die staatliche Aktienmehrheit beim globalen Logistiker DB AG erzwingt. Damit muss der Mehrheitsaktionär Bund aus Haushaltsmitteln voraussichtlich weiteres Eigen- und Risikokapital zur Verfügung stellen. Auch bleibt er am Risiko »weltweiter Logistikmarkt« mehrheitlich beteiligt. Ob der Bund hierfür über die richtigen Kontrollmechanismen und -möglichkeiten verfügt, sei dahin gestellt.

Die »Volksaktie« kann die ordnungspolitisch falsche Struktur des Börsengangs »mit Netz« nicht heilen. Die Weichen würden nahezu irreversibel falsch gestellt.

### Sinnvolle Möglichkeiten eines Börsengangs

Der Verfasser sieht bei einer Trennung von Netz und Transport eindeutige Vorteile für Bund und Länder.<sup>5</sup> In diese Rich-

**Tab. 1**  
**Überblick über Bewertung der Teilprivatisierung mit »Volksaktien«**

Ziel der Bahnreform	Bewertung des Modells »Volksaktie«
Mehr Verkehr auf die Schiene	Keine wesentliche Verbesserung gegenüber dem Status quo
Haushaltsentlastung des Bundes	Reduzierter Veräußerungserlös, Notwendigkeit von Gewinnreserven
Wettbewerb im Eisenbahnsektor	Risiken Diskriminierung, Markt-machtmissbrauch; geringer Wettbewerbsdruck
Stärkung der Kapitalbasis der DB AG	Unzureichend
Sicherung des Einflusses des Bundes im Bereich der Eisenbahninfrastruktur	DB AG muss Interessen der Aktionäre verfolgen – Daseinsvorsorge nicht Unternehmensziel

Quelle: Zusammenstellung von kcw.

tung weist nun der im Koalitionsausschuss vom 12. November 2007 beschlossene Prüfauftrag, statt der Konzernholding DB AG eine Unter-Holding mit nur den operativen Sparten zu privatisieren.

Dieser Grundstruktur wird insbesondere von Gewerkschaftsseite entgegengehalten, dass es sich dabei um eine »Zerschlagung« der DB AG handele. Die Beschäftigungsverhältnisse seien gefährdet. Schließlich zerstöre sie die erfolgreiche Entwicklung des »Nationalen Champions« DB AG zum globalen Logistikkonzern. Dies überzeugt jedoch nicht:

- Die Synergien zwischen dem internationalen Logistikgeschäft und der Eisenbahn in Deutschland sind vernachlässigbar.
- Ohne näher zu betrachten, inwieweit die Förderung eines nationalen Champions nicht schon per se fragwürdig ist, wäre industriepolitisch zu hinterfragen, ob die DB AG die gegenwärtige Struktur behalten soll, während ihre globalen Wettbewerber ohne schützendes Netzmonopol aufgestellt sind und wohl gerade deshalb gelernt haben, erfolgreich im Markt zu agieren. Dagegen gibt es in keinem Industriestaat ein Unternehmen mit einer ähnlichen Struktur wie die DB AG.
- Kontinuität für die Arbeitnehmer kann im integrierten Konzern auch nicht dauerhaft gesichert werden. Die Anreize für jeden Investor, die DB AG wenigstens teilweise zu entflechten, dürften sehr hoch sein.

Die Privatisierung der Unter-Holding mit den operativen Sparten lässt sich unter wenigen Vorbedingungen so gestalten, dass die Ziele der Bahnreform tatsächlich vorankommen und – solange nur eine Minderheit der Aktien veräußert wird – sogar der konzerninterne Arbeitsmarkt erhalten bleibt:

<sup>4</sup> BMVBS: »Der Bund setzt auf private Partner, um die Bahn noch wettbewerbsfähiger zu machen.« <http://www.bmvbs.de/Verkehr-,1405.1006629/Kapitalprivatisierung-der-Deut.htm>.

<sup>5</sup> Zum Hintergrund der Position des Verfassers vgl. Gutachten für BDI und DIHK: Privatisierung der integrierten Deutschen Bahn AG – Auswirkungen und Alternativen (2006); Stellungnahme des Verfassers in der Anhörung des Verkehrsausschusses des Deutschen Bundestages am 10. Mai 2006.

- Die DB AG Holding wird zur *Finanzholding* umgestaltet. Alle Aktien verbleiben beim Bund.
- Die *Belange der Arbeitnehmer* werden bei der Umstrukturierung der DB AG durch geeignete betriebliche oder individuelle Vereinbarungen gesichert.<sup>6</sup>
- Den *Infrastrukturgesellschaften* des Konzerns wird die gesamte betriebsnotwendige Infrastruktur zugeordnet. Sie werden vollständig entherrscht (rechtlich ist dies ohnehin geboten).<sup>7</sup> Die Finanzholding hält alle Aktien. Damit wird der Interessenkonflikt zwischen Daseinsvorsorge und Konzerninteressen beseitigt. Die Infrastrukturgesellschaften können Geschäfts- und Entgeltpolitik auf die verkehrspolitischen Ziele des Bundes ausrichten, insbesondere auf die Maximierung der Netznutzung.
- An der operativen Holding oder deren Tochtergesellschaften ist eine Beteiligung privater Investoren möglich.<sup>8</sup> Ein Börsengang kann geeignet sein, einen maximalen *Erlös für den Bundeshaushalt* zu erzielen. Dieser Erlös wird mindestens in vergleichbarer Höhe wie der prognostizierte Erlös aus der Privatisierung des integrierten Konzerns einschließlich des Infrastrukturvermögens liegen. Dieses zeigt bereits eine grobe Abschätzung deutlich (vgl. Tab. 2).
- Die Fahrzeuge im Personenverkehr werden in eine *Fahrzeugleasinggesellschaft* ausgegliedert, die von der operativen Holding unabhängig und wie die Infrastrukturge-

sellschaften entherrscht wird. So wird sichergestellt, dass Wettbewerb um die in wenigen Jahren auslaufenden »großen Verkehrsverträge« (rund 80% des Marktes im Regionalverkehr) tatsächlich entstehen kann. Dies eröffnet enorme Potentiale für Innovationen und Effizienzverbesserung. Gegenwärtig stehen im Markt nahezu keine Gebrauchtfahrzeuge zur Verfügung, während die DB AG über einen aus staatlichen Mitteln und in direkt beauftragten Verkehrsverträgen beschafften Fahrzeugpark verfügt. Bei Ausschreibung der Leistungen müssten die Aufgabenträger für diskriminierungsfreien Wettbewerb die Beschaffung von Neufahrzeugen auch dort vorgeben, wo der Fahrzeugpark der DB AG gerade mit staatlichen Subventionen erneuert wurde. Absehbar ist, dass die Fahrzeugindustrie nicht über die erforderlichen Kapazitäten verfügt. Alternative wäre die Zulassung von Gebrauchtfahrzeugen im Vergabeverfahren – es drohen unzureichender Wettbewerb und überhöhte Renditen der DB AG. Durch die Fahrzeugleasinggesellschaft werden die Risiken durch praktizierten Wettbewerb massiv reduziert. Verliert die DB AG Verkehrsleistungsaufträge, bleibt dies ohne versunkene Kosten, der Gewinner least die Fahrzeuge. Der Einfluss der Separierung der Fahrzeuge auf den Unternehmenswert der Personenverkehrssparten hält sich in engen Grenzen, da diese aufgrund des Cash Streams bewertet werden, die Leasinggesellschaft(en) dagegen aufgrund der Assets.

**Tab. 2**  
**Abschätzung des Unternehmenswertes einer operativen Holding unterhalb der DB AG Holding<sup>a)</sup>**

Sparte der DB AG	EBIT 2006 <sup>b)</sup> (in Mill. €)	Abschätzung des Unternehmenswertes der Sparte (in Mrd. €) <sup>c)</sup>
Regio (SPNV ohne S-Bahnen Berlin, Hamburg)	690	4,3–12,4 <sup>d)e)</sup>
Stadtverkehr (inkl. S-Bahnen Berlin, Hamburg)	154	1,0–2,7 <sup>f)</sup>
Fernverkehr	124	0,8–1,7 <sup>e)</sup>
Schenker + Stinnes	383	2,2–3,8
Railion	226	1,6–2,3
Summe		10,0–23,0 <sup>g)</sup>

<sup>a)</sup> Unberücksichtigt: sonstige Aktivitäten, deren Ergebnis und Konsolidierung; weitere Zukäufe; teilweiser Entfall der Holdingkosten (zurzeit ca. 1 Mrd. € p.a.); Erlöse aus einer möglichen getrennten Veräußerung der Fahrzeugleasinggesellschaften; Phantasie. – <sup>b)</sup> Quelle: DB AG, Geschäftsbericht 2006. – <sup>c)</sup> Eigene Abschätzung auf Grundlage branchenüblicher Verhältnisse Unternehmenswert/EBIT. – <sup>d)</sup> Unberücksichtigt: Phantasie bei im Markt bei Privatisierung von mehreren Regionalbereichen im Personenverkehr. Annahme: Rendite über Marktniveau aus nicht-wettbewerbllich an die DB AG vergebenen Verkehrsverträgen bleibt trotz der rechtlicher Anfechtungen wg. Verstoß gegen Preisrecht und Beihilferecht (Verkehrsverbund Rhein-Ruhr; Länder Berlin, Brandenburg) bestehen. Die weitere nicht-wettbewerblliche Beauftragung der DB AG wurde schon im Morgan-Stanley-Gutachten als *conditio sine qua non* eines Börsengangs bewertet. – <sup>e)</sup> Inkl. Abschlag wg. Zuordnung Fahrzeuge zu Leasinggesellschaft. – <sup>f)</sup> Annahmen und Abschlag wie im Geschäftsfeld Regio. – <sup>g)</sup> Die Privatisierungsschranke aus Art. 87e GG entfällt; Wert eines Anteils von 49% bei ca. 5,1 bis 11,2 Mrd. €.

**Fazit**

Die primäre Zielstellung der »Volksaktie« – Schutz der Eisenbahninfrastruktur vor dem Zugriff von »Heuschrecken« – kann durch eine klare Privatisierungssperre für die Eisenbahninfrastruktur effektiver und mit einem deutlich besseren finanziellen Ergebnis für die öffentliche Hand umgesetzt werden.

Der Kapitalbedarf der DB AG wächst durch die Entwicklung zu einem globalen Logistikkonzern. Diese stellt keine Staatsaufgabe dar, die Privatisierungsdiskussion ist folgerichtig. Daraus folgt nicht, dass die Eisenbahninfrastruktur Bestandteil eines solchen Börsengangs sein sollte. Eine Privatisierung ohne

<sup>6</sup> Die »Besitzstände« der Arbeitnehmer für den Fall einer Unternehmensaufspaltung können, wie bei vergleichbaren Transaktionen üblich, durch entsprechende Vereinbarung abgesichert werden.

<sup>7</sup> Kontrolle durch Besetzung der Aufsichtsgremien mit Bund und Ländern bzw. den Wettbewerbern.

<sup>8</sup> Insbesondere läge eine Trennung vom Logistikbereich nahe (Verkauf/Börsengang). Dieser bildet heute ein international wettbewerbsfähiges Unternehmen, das allerdings weiteres Kapital benötigt. Die Synergien mit den Eisenbahnsparten der DB AG sind gering.

Netz bringt höhere Veräußerungserlöse als mit Netz. Intelligenter gestaltet, generiert diese Chancen für mehr Wettbewerb, ohne die industriepolitischen Ziele hinsichtlich der DB AG zu gefährden.

Voraussetzung ist, dass neben der Infrastruktur auch eine Fahrzeugleasinggesellschaft unabhängig vom operativen Teil der DB AG aufgestellt und nur letzterer privatisiert wird. Somit kann auch die vollständige Privatisierung dieser operativen Holding erwogen werden. Damit behält der Bund die Option, sich von der Rolle eines Mehrheitsaktionärs eines globalen Logistikkonzerns zu verabschieden.