

Ökonomische Analyse des Eigentumssicherungsmodells für die Kapitalprivatisierung der Deutschen Bahn AG¹

24.10.2006

0 Stand der Privatisierungsdebatte - Modellwirrwarr

Schenkt man dem ursprünglichen Zeitplan der Großen Koalition Glauben, fällt am 26.10. anlässlich des Treffens des Lenkungsausschusses mit der Arbeitsgruppe Bahn der Koalitionsfraktionen eine Vorentscheidung, in welcher Konstellation die DB AG an die Börse strebt. Nach monatelanger, kontrovers geführter Diskussion, in deren Verlauf das Trennungsmo-
dell gegen den Rat der Mehrzahl der Sachverständigen² vorzeitig aussortiert wurde, hat sich der Alternativenraum auf drei Modelle reduziert:

- das Integrationsmodell mit Call Optionen
- das Eigentumssicherungsmodell und
- das sogenannte kleine Eigentumsmodell.

Seit der letzten Sitzung des Lenkungsausschusses liegt eine Bewertung der drei Modelle durch das BMVBS sowie eine Einschätzung der Kanzlei Hölters & Elsing zur Bilanzierung des Sicherungseigentums im Eigentumssicherungsmodell (ESM) vor. Bereits auf den ersten Blick fällt auf, dass das kleine Eigentumsmodell gezielt schlecht abschneidet, indem seine Vorteile durchgängig ausgeblendet und seine angeblichen Nachteile überzeichnet werden. Umgekehrt werden gravierende Schwächen des ESM außen vor gelassen.

Aus diesem Grund ist es erforderlich, im Vorfeld der Entscheidung die Modellbewertung zu objektivieren. Dabei legen wir unser Augenmerk allein auf den direkten Vergleich des ESM mit dem kleinen Eigentumsmodell, da unter den Parteien keine erkennbar ist, die sich für das Integrationsmodell stark macht. Hinzu kommt, dass das Rückholmodell mit dem ESM mit Ausnahme der – wertlosen – dinglichen Besicherung der Infrastruktur praktisch identisch ist.

1 Schutzgut Schieneninfrastruktur versus Renditestreben

Je länger sich die Privatisierungsdebatte hinzieht, desto vernehmbarer werden Stimmen, die ein baldiges Ende mit der Begründung einfordern, dass alle Argumente auf dem Tisch lägen, das Gezerre schon lange genug andauere und alle Beteiligten rasch

¹ Im Auftrag von Pro Mobilität – Initiative für Verkehrsinfrastruktur e.V..

² In den beiden Anhörungen des Bundestags am 10.5. und 1.6.2006 votierten 17 von 22 Verbänden und 10 von 12 Einzelexperten für die Trennung. Ein weiterer Experte lehnte jegliche Form des Börsengangs ab.

Klarheit benötigten. Dem ist zu entgegen, dass die Entscheidungsgeschwindigkeit keinen Eigenwert hat, zumal objektiv besehen kein unmittelbarer Handlungszwang vorliegt. Materiell ist die Thematik hingegen so komplex, dass der Leitsatz „Gründlichkeit geht vor Schnelligkeit“ geboten ist. Besondere Sorgfalt ist vor allem anzumachen, weil

- die Kapitalprivatisierung der DB AG eine langfristig angelegte Systementscheidung über die Branche „Schienenverkehr“ bedeutet, die weit über die Unternehmensgrenze der DB AG hinausreicht. Da einige der Modelle de facto irreversibel sind, müssen alle Konsequenzen bis ins Detail durchdacht werden.
- der Bund unweigerlich und unmittelbar für die Folgen seiner Entscheidung haftet. Im Unterschied zu den Börsengängen von Deutscher Telekom und Deutscher Post bleibt der Bund auch nach der Privatisierung gefordert, wie bisher der Schiene Finanzhilfen von rund 10 Mrd. € jährlich zur Verfügung zu stellen, ohne die die Eisenbahn – insbesondere ihre kapitalintensive Infrastruktur - nicht lebensfähig ist.
- der Bund als Alleineigentümer der DB AG eine hohe Verantwortung für sein Unternehmen und vor allem für dessen Beschäftigten trägt.

Unstrittig ist, dass der Bund den grundgesetzlichen Auftrag hat, eine Schieneninfrastruktur zu gewährleisten, die dem Artikel 87 e GG Rechnung trägt. Nur aus diesem Daseinsvorsorgeauftrag leitet sich die Legitimation ab, den Verkehrsträger Schiene mit Finanzhilfen von rund 10 Mrd. € pro Jahr auszustatten und die Investitionen in das Schienennetz nahezu vollständig aus Steuermitteln zu bestreiten.

Im Umkehrschluss der massiven finanziellen Unterstützung wird die herausgehobene Verantwortung des Bundes klar, „das Wohl und Wehe“ der Schieneninfrastruktur als entscheidenden Gradmesser für die Modellentscheidung anzusetzen. Das Netz ist als natürliches Monopol nicht nur die wettbewerbspolitisch bedeutsame „essential facility“, auf die alle Nutzer zwangsläufig zugreifen. Es hat darüber hinaus einen Wert von rund 130 Mrd. € (Bruttoanlagevermögen) akkumuliert, den der Bund als Anwalt der Steuerzahler treuhänderisch der DB AG zur Bewirtschaftung überlässt.

Um zu ermitteln, welche Schutzvorkehrungen der Bund treffen muss, ist es unabdingbar, sich vorab die Wirkungen einer Privatisierung auf das Schienennetz vor Augen zu halten. Diese Folgen treten „dem Grunde nach“ bei allen Modellen ein, die das Netz - und seien es auch nur Teile dieses Wertschöpfungsblocks - den Spielregeln des Kapitalmarktes unterwerfen. Sieht man von der ausgeschiedenen Trennung von Netz und Transport ab, betrifft dies alle Modellvarianten, also auch das kleine Eigentumsmodell. Allerdings wird sich zeigen, dass die Intensität der Auswirkungen und deren Reversibilität je nach Modell stark variieren.

Geht die DB AG mit Infrastrukturaufgaben an die Börse, unterliegen diese Einheiten automatisch dem gleichen, tendenziell kurzfristigen Renditedruck wie jede Transportsparte der DB AG. Auf den Unternehmensalltag gemünzt: Infrastrukturinvestitionen werden mit den exakt gleichen strengen Renditemaßstäben gemessen wie die Beschaffung von Fahrzeugen oder der Bau eines Logistikzentrums. Dieser nüchterne

Mechanismus bestimmt schon heute die Investitionsprioritäten der DB AG. Verbote des Börsengangs ist die seit zwei bis drei Jahren rigide Eigenmittellinie für Infrastrukturinvestitionen, an der selbst Kleinprojekte wie der Bau einer Behindertentoilette oder eines Aufzugs häufig scheitern. Bereits 2004 wies ein Vertreter der DB AG auf diese Prioritätenverschiebung zu Lasten der Eisenbahn hin, als er im *Tagesspiegel* zu Recht feststellte:

„Ein Logistikzentrum in China wirft eine wesentlich höhere Rendite ab als die meisten Verträge im Schienenpersonenverkehr.“³

Werden alle angemeldeten Investitionsprojekte im DB-Konzern gleichrangig allein an der ihrer projektspezifischen Rendite gemessen, liegt die Gefahr auf der Hand, dass der Großteil der Netzinvestitionen bei der Priorisierung der Mittel systematisch „nach hinten durchgereicht“ wird. Netzinvestitionen sind tendenziell renditeschwach, mit hohen Unsicherheiten behaftet und entfalten ihre Nutzen erst lange Zeit nach der Investitionsentscheidung – in der Regel jenseits der mittleren Verweildauer des Vorstandes. Empirisch lässt sich diese Anreizwirkung dadurch belegen, dass die DB AG selbst die am stärksten überlasteten Flaschenhälse in den Knoten über Jahrzehnte nicht auf eigene Rechnung beseitigt (auch nicht in Vorleistung), sondern stets so lange wartet, bis der Bund Mittel bereitstellt. Wären Netzprojekte rentabel, wäre dieses Verhalten geschäftsschädigend. Insofern ist die Vorstellung irreführend, die DB AG würde freiwillig den ihr zufließenden Teil der Privatisierungserlöse in die Infrastruktur lenken.

Statt dessen ist es unter den heutigen Rahmenbedingungen betriebswirtschaftlich rational, so lange zu warten, bis die öffentliche Hand die Finanzierungslast abnimmt. Ebenso rational ist es, Ausweichgleise und Kreuzungsbahnhöfe abzubauen sowie Strecken stillzulegen, die sich aus heutiger Konzernsicht nicht rechnen. Der private Anteilseigner wird das Bewusstsein für dieses nüchterne Kalkül noch deutlich schärfen. Damit wird jedoch klar, dass die betriebswirtschaftliche Rentabilitätslogik – an die der Unternehmensvorstand aktienrechtlich zwingend gebunden ist und die im Sinne der Bahnreform politisch gewünscht ist - in einem systematischen Spannungsverhältnis zu den volkswirtschaftlichen Anforderungen an die Schieneninfrastruktur steht. Um den verkehrspolitischen Gestaltungsauftrag des Bundes zu sichern, ist es daher unverzichtbar, die sich abzeichnenden haushalts- und verkehrspolitischen Risiken eines Börsengangs für die Schieneninfrastruktur auf ein vertretbares Maß zu reduzieren.

„Conditio sine qua non“ ist eine strenge Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung zwischen Bund und Netzbetreiber, die folgerichtig in allen Modellen vorgesehen ist. Diese kann jedoch nur so wirksam sein, wie sich die erhoffte Verhaltenskanalisierung später in der realen Lebenswelt gegen den Netzbetreiber durchsetzen lässt. Maßstab muss demnach sein, ob der Eigentümer Bund die üblichen Eigentumsrechte so wahrnehmen kann, wie es jeder normale Volleigentümer einer Sache zu tun pflegt.

³ Der *Tagesspiegel* vom 7.11.2004, Die Bahn fährt Lastwagen

2 Struktur des Eigentumssicherungsmodells

Das ESM sieht auf den Kern reduziert vor, dass die DB AG wirtschaftliche Eigentümerin der Anteile an ihren Eisenbahninfrastrukturunternehmen (EIU) DB Netz, DB Station & Service und DB Energie bleibt. Hiermit wird beabsichtigt, die Anteile im Einzelabschluss der Holding bzw. die Vermögensgegenstände im Konzernabschluss weiterhin bilanzieren zu können. Der Investor wird an der Wertschöpfung der EIU einschließlich der Gewinne beteiligt.

Die DB AG überträgt ihre Anteile an den EIU zu 100% im Wege einer Sicherungsübergabe an den Bund. Dieser wird zu 100% rechtlicher Eigentümer der Anteile und lediglich mittelbar Eigentümer der Infrastruktur.

Neben den schuldrechtlichen Handlungsoptionen aus der Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung („Vertragsstrafen“) erhält der Bund die gleichen Rechte wie im Integrationsmodell mit Call Optionen, d.h. die Sicherungsabrede entfällt bei:

- schwerwiegenden Vertragsverletzungen
- Nichteinigung über die Anpassung der Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung nach 10 Jahren
- EU-rechtlicher Unzulässigkeit des ESM
- Ablauf des vertraglich festgelegten Zeitraums („Heimfall“)

Will der Bund die Call Optionen ausüben, muss er der DB AG – und damit letztlich dem privaten Investor - die Anteile abkaufen. Grundlage der Verhandlungen ist der Verkehrswert der Anteile, d.h. der Ertragswert, ggf. auch der Buchwert.

3 Bewertung des Eigentumssicherungsmodells

Wie bereits im Abschnitt 1 angedeutet, muss der Bund ein vitales Interesse an einer starken Eigentümerposition haben. Im einzelnen bedeutet dies,

- so früh wie möglich Anzeichen eines Substanzverzehrs durch den Netzbetreiber zu registrieren
- gegen festgestellten Substanzverzehr wirksame Sanktionen verhängen zu können
- als ultima ratio den Netzbetreiber zeitnah und zu vertretbaren Kosten austauschen zu können.

Spiegelt man diesen Kriterienkatalog an den voraussehbaren Wirkungen des ESM, stellt sich umgehend heraus, dass sich der Bund de facto jeglicher Steuerungsmöglichkeiten beraubt. Bereits die bloße Identifizierung einer Auszehrung der Infrastruktur verschlingt im ESM deutlich mehr Zeit als im kleinen Eigentumsmodell. Ursache hierfür ist, dass das ESM – außer ggf. einem „virtuellen Briefkasten“ - keine eigenständige Eigentumsgesellschaft vorsieht, in der die Rechte des Bundes sichtbar institutionalisiert sind.

siert werden. Ohne eine solche Gesellschaft gibt es keinen fest verankerten Kontrolleur, der allein aufgrund seiner Zweckbestimmung den Anreiz hat, die DB AG wirksam zu überwachen. Deren Informationsmonopol bleibt bestehen, so dass z.B. bilanzpolitisch motivierte Manöver wie die Zuordnung von Immobilien zur Holding anstelle der EIU wahrscheinlich nicht aufgedeckt würden. Auch die zahlreichen Finanzhilfen, die der Bund nach der Auflistung des Bundesrechnungshofs der DB AG entgegen der Rechtslage und z.T. am Parlament über Jahre vorbei zusätzlich gewährt hat (kumuliert über 8 Mrd. €), blieben lange Zeit im verborgenen. Wollte der Bund eine Call Option tatsächlich ziehen, wäre er aufgrund seiner Informationsarmut nicht in der Lage, gezielte Ertragswertgestaltungen der Gegenseite zu erkennen.

Selbst wenn der Bund einen Mangel identifizierte und bereit wäre, Strafen zu verhängen oder gar das Netz zurückzuholen, ist zu befürchten, dass ihm dies nicht gelänge. Politökonomisch ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass er gar nicht erst den Versuch unternähme. Hierzu muss man sich vor Augen halten, unter welchen Umfeldbedingungen der Bund einen solch weitreichenden Schritt einleiten müsste und welche Folgen er auslösen würde.

Käme auch nur die Nachricht ans Tageslicht, dass das Verkehrsministerium die Ausübung von Sanktionsinstrumenten oder im worst case der Call Option ernsthaft prüfe, schließe sich die Bewertung der Maßnahme sofort im Börsenkurs der DB AG nieder, indem dieser sichtbar (kurzzeitig) abfinke. Unmittelbar danach würde der private Investor massiv auf die Politik einwirken, diesen Schritt zu unterlassen. Schließlich sitze man als Anteilseigner im selben Boot und sei doch töricht, die Dividende des eigenen Unternehmens zu gefährden. Im Falle der Call Option würden die Hausjuristen des Investors dezent auf die langwierigen Schadenersatzklagen sowie Kaufpreisverhandlungen hinweisen, die sich über Jahre hinzögen.

Kurzum: Die Annahme ist lebensfremd, dass der Bund ernsthaft willens, geschweige denn in der Lage wäre, die Call Optionen handfest einzufordern. Realistischer ist das vertraute Szenario, hinter vorgehaltener Hand zahlreiche Klagen über das Gebaren des Netzbetreibers zu vernehmen, es dabei jedoch zu belassen. Endlose gerichtliche Auseinandersetzungen mit unsicherem Ausgang oder milliardenschwere Kompensationszahlungen sind keine freudvolle Perspektive für politische Entscheider.

Darüber hinaus sieht sich der Bund dem Dilemma ausgeliefert, keine glaubhafte Alternative zur DB AG in der Hinterhand zu haben, weshalb die Drohung einer vorzeitigen Vertragskündigung und Betreiberwechsels ins Leere läuft. Dies gilt grundsätzlich auch für das kleine Eigentumsmodell, jedoch hat der Bund es bei diesem Modell in der Hand, mittelfristig einen Markt für Infrastrukturbewirtschaftung – insbesondere im Bereich der regionalen Netze (immerhin rund 15.000 km) - zu entwickeln. Allein die Möglichkeit wird den aktuellen Netzbetreiber effektiver disziplinieren als das ESM, da er die Abspaltung und Übertragung eines Teilnetzes ernst nehmen muss.

Wie zahllos die Urheber des ESM die Sanktionsinstrumente ihres Vorschlags einstufen, offenbart sich in der Begründung für die Kapitalmarktfreundlichkeit. So heißt es (Unterstreichungen durch den Verfasser):

„Mit erheblichen Bewertungsabschlägen potentieller Investoren aufgrund der vereinbarten Call Optionen sowie des Heimfallrechtes ist nicht zu rechnen. Die Ausübung einer Call Option ... dürfte von Investoren als sehr unwahrscheinlich eingeschätzt werden. Die Möglichkeit eines Heimfalls nach 20 Jahren liegt außerhalb des Zeitraums, den Investoren typischerweise für eine kalkulatorische Zukunftsbetrachtung heranziehen.“

Dieser Einschätzung ist uneingeschränkt zuzustimmen – sie verrät allerdings überdeutlich, dass das Modell offensichtlich von vornherein auf die Machtlosigkeit des Bundes abzielt. Noch deutlicher wird die „Stumpfheit der Schwerter“ Call Optionen und Heimfallrecht, wenn man die Argumentation der Kanzlei Hölters & Elsing zur Bilanzierung von Sicherungseigentum im ESM analysiert.

Fasst man diese zusammen, ist die Bilanzierung des wirtschaftlichen Eigentums bei der DB AG an die Bedingung geknüpft, dass die DB AG faktisch die Rechte eines Volleigentümers hat. Insbesondere sei es zwingend, dass dem wirtschaftlichen Eigentümer auf Dauer die Substanz (!) und der Ertrag des Vermögensgegenstandes zustehe. Wird die LuFV und der mit Call Optionen versehene Bewirtschaftungsvertrag jedoch wie geplant über 10 bzw. 20 Jahre geschlossen, ist die Dauerhaftigkeit nicht gesichert.

Ein weiterer Beleg für die Ohnmacht des Bundes ist die Forderung, der Bund müsse die Stimmrechte in den Gesellschafterversammlungen nur treuhänderisch im Interesse (!) und nach vorheriger Abstimmung mit der DB AG wahrnehmen. Dies ist das exakte Gegenteil einer starken Eigentümerstellung im Rang eines Volleigentümers.

Weiterhin heißt es, dass die zivilrechtliche Eigentümerstellung des Bundes zeitlich zu befristen sei. Für den Fall, dass der Sicherungszweck entfalle, müsse der DB AG ein Herausgabeanspruch gegenüber dem Bund zustehen, aufgrund dessen sie die Rückübertragung des zivilrechtlichen Eigentums verlangen könne. Träfe dies zu, hätte der Bund faktisch nur die Möglichkeit, den Vertrag ständig zu verlängern (um den Heimfall zu verhindern) oder Call Optionen zu ziehen, bei denen die DB den Kaufpreis bestimmt. Eine solche Wahl zwischen Pest und Cholera kann man seriöserweise nicht als Wahrung der Rechte des Bundes bezeichnen. Folgerichtig resümieren Hölters & Elsing:

„Damit kann die DB AG den Bund letztlich vollständig von Substanz und Ertrag der Anteile ausschließen.“

Insgesamt wird deutlich, dass das ESM nicht das Eigentum des Bundes besichert, sondern die Integration der DB AG. Mit dem üblichen Konstrukt der Sicherungsüber-
 eignung hat es nichts gemein, weil der Sicherungsnehmer Bund das Sicherungsgut nicht nur nicht veräußern kann, sondern sogar den Sicherungsgeber DB AG noch ent-
 schädigen soll. Von der Wertlosigkeit der dinglichen Besicherung abgesehen, schützt es schon im Ansatz die falschen Risiken. Der Bund kann die (mittelbare) Kontrolle über die EIU nicht verlieren – sie ist durch die Verfassungsschranke nach Art 87 GG ohnehin gewahrt. Gefährdet ist die ökonomische Substanz der Infrastruktur, die das ESM jedoch gerade nicht schützt. Die Ausübung der Call Optionen und des Heimfall-
 rechtes ist überdies ökonomisch wie politisch unmöglich.

Das ESM ist somit nichts anderes als das Integrationsmodell „mit weißer Salbe“. Der Bund würde sich massiv selbst schädigen, wenn er dieser Variante zustimmte.

4 Conclusio: kleines Eigentumsmodell ist Minimalkompromiss

Die vorangegangene Argumentation hat verdeutlicht, dass der Bund allein aus Gründen des Selbstschutzes keiner Lösung zustimmen darf, die unterhalb des echten kleinen Eigentumsmodells bleibt. Andernfalls generiert er unbeherrschbare Haushaltsrisiken und amputiert seinen eigenen verkehrspolitischen Gestaltungsauftrag.

Alle Argumente, die zugunsten des ESM angeführt werden, erweisen sich bei näherem Hinsehen als nicht stichhaltig. Die Länge der Bilanz ist kein Entscheidungskriterium, eher gilt das Gegenteil, dass Investoren schlanke Bilanzen und der Verzicht auf intransparente Konglomerate höher bewerten. Beispielhaft ist der geplante Börsengang der RAG. Auch hinsichtlich aller Kennzahlen stünde die DB AG im kleinen Eigentumsmodell deutlich besser da, indem sie des Ballastes der Vermögens- und Schuldenpositionen der Infrastruktur entledigt würde. Kennzahlentechnisch wäre sie ad hoc kapitalmarktfähig. Real ist dies allerdings zu bezweifeln, was auf die wahren Gründe für das „sklavische“ Klammern an die Netzhoheit hindeutet.

Der Zeitaufwand für die notwendigen Umsetzungsschritte ist im Eigentumsmodell nicht erkennbar höher als im ESM. Dies gilt insbesondere deshalb, weil es illusorisch anmutet, das ESM bis 2008 zu verwirklichen. Nicht nur die Ausführungen von Hölters & Eising indizieren den hohen Regelungsbedarf. Zu bedenken ist ferner, dass aufgrund der Machtfülle der DB AG/des privaten Investors das Sorgfaltsniveau bei der Konzeption der LuFV noch viel höher veranschlagt werden muss als beim Eigentumsmodell.

Ungeachtet dessen liegt der größte Vorzug des Eigentumsmodells darin, mit der Eigentums-gesellschaft eine Institution zu schaffen, die die Aufgaben eines Volleigentümers erstmalig explizit wahrnimmt und das Informations(!)monopol der DB AG ein gutes Stück aufbricht. Darüber hinaus bietet es die Chance, einen wettbewerblichen Markt für die Infrastrukturbewirtschaftung zu entwickeln. Dieser ist dringend erforderlich, um das Effizienzniveau der Schiene zu heben.