

**Privatisierungsvarianten der Deutschen Bahn AG „mit und ohne
Netz“ (PRIMON) –
Verkehrs- und haushaltspolitische Bewertung des Gutachtens
von Booz Allen Hamilton**

9. Mai 2006

Kurzstudie im Auftrag von

Pro Mobilität – Initiative für Verkehrsinfrastruktur e.V.

Verfasser: Michael Holzhey

Private Sector Participation Consult GmbH

Knesebeckstr. 20/21

10623 Berlin

Fon: 030 – 31 51 99 0

Fax: 030 – 31 51 99 77

info@psp-consult.de

www.psp-consult.de

Inhaltsverzeichnis

0	Zusammenfassung	3
1	Zur politischen Ausgangslage	4
2	Aufbau und Kernaussagen des PRIMON-Gutachtens	5
3	Würdigung der Methodik und Qualität der Aussagen	7
4	Die methodische Kritik im Detail	10
4.1	Haushaltsaspekte im engeren Sinne	10
4.2	Kapitalmarktfähigkeit	13
4.3	Vertikale Synergien	17
4.4	Wettbewerb	17
4.5	Netzbewirtschaftung („EK-Infrastruktur“)	18
4.6	Zeitplan der Privatisierung	18
5	Alternative PRIMON-Modellrechnung – Integration abgeschlagen	19

0 Zusammenfassung

Das PRIMON-Gutachten (vielfach auch BAH-Gutachten genannt) liefert einen ersten Aufschlag für die Diskussion der Privatisierungsvarianten. Seine Stärke – das mutige Bestreben, die Haushaltswirkungen zu quantifizieren – ist zugleich seine Schwachstelle, weil Zahlen die Gefahr einer Scheingenauigkeit heraufbeschwören, die die Komplexität des Schienenverkehrs nicht hinreichend abbilden. Allein aus diesem Grund reicht das Gutachten als Entscheidungsgrundlage für die Politik nicht aus, von den methodischen Mängeln abgesehen. Zentrale Aussagen des Gutachtens sind:

- In der aggregierten Haushaltsbetrachtung liegen alle Modelle so dicht bei einander, dass die Differenzen Wimpernschlägen gleichkommen.
- Wer beabsichtigt, kurzfristig Privatisierungserlöse zu maximieren, muss eine Variante der Vollprivatisierung wählen, weil die größere Privatisierungs“masse“ stets stärker durchschlägt als etwaige Abschlüsse zwischen den Modellen der Teilprivatisierung.
- Wettbewerbspolitisch und rechtlich schneiden alle getrennten Modelle signifikant besser als die Integration ab. Die Netzintegration begünstigt Koppelgeschäfte zu Lasten des Wettbewerbs. Nur im Getrennten Modell lässt sich der vorhergesagte weitere Bedeutungsverlust der Schiene moderat umkehren.
- Synergieverluste und Trennungskosten werden deutlich überschätzt.
- Der Börsengang der DB AG ist im Integrationsszenario am schnellsten umsetzbar (nicht systemimmanent, sondern weil der Vorstand allein diese Variante seit Jahren vorangetrieben hat).

Insgesamt weist das Gutachten jedoch deutliche Schwächen auf, die in der Summe vor allem das Integrationsmodell erheblich begünstigen, indem es optisch auf einen Gleichstand mit seinen Alternativen gehoben wird. Zu bemängeln ist:

- Bereits der Ansatz – die Verengung der Wirkungen auf das Unternehmen DB AG – greift nicht nur zu kurz, sondern läuft dem Auftrag einer volkswirtschaftlichen Systemanalyse zuwider. Auf diese Weise wird Wettbewerb allein als Bedrohung und wertvernichtend gesehen, ohne dass seine wichtigere Rolle als Innovations- und Wachstumstriebfeder berücksichtigt wird.
- Zahlreiche kritische Themen zu Lasten der Integration werden zwar qualitativ angesprochen, aber nicht quantifiziert.
- Die kameralistische Sicht (in der die Integration schlechter abschneidet) wird nachrangig behandelt, obwohl sie für den Bund allein relevant ist.
- Der kalkulierte Gegenwert der Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung Netz von ca. 4 Mrd. Euro p.a. wird nicht transparent gemacht.
- Das entscheidende Risiko eines integrierten Börsengangs – die uneingeschränkte Haftung des Staates – wird praktisch nicht erwähnt, geschweige denn eingepreist. Insbesondere wird der verstärkte Anreiz von DB AG und Investor ignoriert, sich bei jedem Problem beim Bund schadlos zu halten, wie es die Vorboten bereits seit längerem indizieren.

- Alle Überlegungen zum Integrierten Modell setzen auf einer Mittelfristplanung der DB AG auf, die als „sehr anspruchsvoll, aber nicht unrealistisch“ gilt. Planverfehlungen werden nicht simuliert.
- Zentrale Meilensteine der Kapitalmarktfähigkeit wie das Erreichen einer 50%igen Eigenkapitalquote oder die Dividendenzahlungsfähigkeit der DB AG werden absehbar nicht erfüllt, ohne dass hieraus Schlüsse auf den Realitätsgehalt der suggerierten Zeitplanung für die Integration gezogen werden.
- Steuerliche Verlustvorträge werden einseitig zugunsten der Integration eingerechnet, obwohl sie in einer Haushaltsbetrachtung fehl am Platze sind. Was dem Privaten als Gewinn durch vermiedene Steuern zufließt, entgeht der öffentlichen Hand in Form von Steuereinnahmen („Nullsummenspiel“).
- Effizienzpotentiale einer wettbewerblichen Netzbewirtschaftung, die nur jenseits der Integration gehoben werden können, werden vollständig ignoriert.

Variiert man drei kleinere Annahmen (deren Alternativwerte sogar im PRIMON-Gutachten enthalten sind), indem man die Werte lediglich anders zusammenstellt, fällt die Integration deutlich abgeschlagen auf den letzten Platz zurück. Dieser Effekt wird noch verstärkt, je mehr man die Analyse ihrem originären Auftrag einer volkswirtschaftlichen Untersuchung annähert.

Die Abhängigkeit der Ergebnisse von der Wahl des Annahmengerüsts zeigt, dass das Parlament am Ende nach qualitativen Kriterien entscheiden muss. Sie sprechen eindeutig gegen einen Börsengang mit Netz.

1 Zur politischen Ausgangslage

Über die Parteigrenzen hinweg herrscht weitgehend Konsens, dass der Börsengang der Deutschen Bahn AG (DB AG) keine Frage des Ob, sondern des Wie ist. Gleichwohl zeigt die aktuelle Diskussion, dass um den Modus der Systementscheidung noch intensiv gerungen wird. Zur Auswahl steht ein breites Spektrum an Varianten, das von der Beibehaltung des integrierten Status quo über Zwischenlösungen wie das Eigentumsmodell bis hin zur vollständigen Netztrennung reicht.

Laut Verkehrsminister Tiefensee sieht der Zeitplan der Großen Koalition vor, bis Ende des Jahres eine Entscheidung zu fällen. Der Minister hat mehrfach betont, das Parlament maßgeblich einbeziehen zu wollen und einen interfraktionellen Beschluss anzustreben. Vor der Sommerpause soll der Schwerpunkt auf der ausführlichen politischen Debatte liegen, zu der am 10.5. einzelne Experten und am 1.6. die Verbände und betroffenen Unternehmen angehört werden.

Für die Entscheidungsfindung liefert das PRIMON-Gutachten eine wichtige Grundlage, auf die der Koalitionsvertrag explizit verweist. Allerdings deuten der „Eklat“ im Verkehrsausschuss am 15.2.2006, der sich am hohen Schwärzungsanteil des Gutachtens entzündete, aber auch in der Presse angeklungene Zweifel darauf hin, dass die Expertise noch einer ein-

gehenden Revision unterzogen werden muss.¹ Inwieweit die prognostizierten Haushaltswirkungen realistisch sind, ist umso genauer zu prüfen, als die Gefahr besteht, dass kurzfristige Einnahmeinteressen dominieren, die sich anschließend als haushalts- und verkehrspolitischer Bumerang erweisen.

Dieses Kurzgutachten setzt sich zum Ziel, Ansatz und Ergebnisse des PRIMON-Gutachtens kritisch unter die Lupe zu nehmen, um so einen Beitrag für die Entscheidungsfindung des Parlamentes zu leisten.

2 Aufbau und Kernaussagen des PRIMON-Gutachtens

Der methodische Kern des 560 Seiten umfassenden Gutachtens lässt sich zu einer einzigen Matrix verdichten. Sie bildet die monetäre Bewertung von fünf Privatisierungsvarianten ab. Als Pole rahmen das heutige Integrierte und das Getrennte Modell den Alternativenraum ein. In der Mitte rangieren das einfache Eigentumsmodell, dessen Gestaltungsvariante – bei der neben dem Eigentum die beiden unternehmerischen Funktionen der Trassenvergabe und Trassenpreisfestlegung ausgelagert werden – und die Finanzholding. Während die Integration und das einfache Eigentumsmodell aufgrund der Verfassungsschranke des Art. 87e GG nur die Privatisierung eines Minderheitsanteils zulassen, kann die ohne wesentliche Netzteile agierende DB AG in den anderen drei Varianten vollständig privatisiert werden. Daher werden dort die 49%- und die 100%-Alternativen analysiert. Ausgeklammert wird die Option der selektiven (zeitlich staffelbaren) Privatisierung einzelner Transporttöchter der DB AG, wie sie u.a. der Bundesrechnungshof oder das Gutachten von BDI/DIHK kürzlich anregten.²

Alle Modelle werden aus der Sicht des Bundes(haushaltes) monetär bewertet. Identifiziert werden vier Stellgrößen, bei denen sich die Privatisierung der DB AG niederschlägt. Die Kriterien Privatisierungserlöse und Dividendenzahlungen an den Bund (Zeilen 1 und 2 in der Matrix) bilden den Marktwert des Unternehmens ab, der die erwarteten Gewinne widerspiegelt. Die Position „Eigenkapital Infrastruktur“ (Zeile 3) ist der Hypothese gewidmet, dass die Wahl der Organisationsform Einfluss auf die Effizienz des Netzes und damit dessen Wert habe. Die Wettbewerbswirkung der Modelle wird im Wesentlichen über die Einsparpotentiale bei den Regionalisierungsmitteln im Schienenpersonenverkehr eingefangen (Zeile 4). Während die ersten beiden Größen die Outputseite der DB AG abdecken, knüpfen die anderen beiden Kriterien an den beiden zentralen Inputs an, die der Bund dem System Schiene zukommen lässt: die Netzinvestitionen und die Bestellentgelte im Nahverkehr.

¹ So z.B. in *Financial Times Deutschland* vom 17.2.2006, „Experten zweifeln an Bahn-Dividende“; *Manager-Magazin* vom 24.3.2006, „Steinbrücks Leergeld“; *TAZ* vom 30.3.2006, „Bahn rechnet sich die Zukunft schön“; *Neue Osnabrücker Zeitung* vom 8.4.2006, „Staat sieht kein Geld nach Bahn-Börsengang“

² Vgl. Bundesrechnungshof 2006, Bericht zur Finanzierung der Bundesschienenwege; BDI/DIHK (2006, Hrsg.), Privatisierung der integrierten Deutschen Bahn AG - Auswirkungen und Alternativen.

Abbildung 1: Aggregierte Haushaltswirkungen der Modelle (kameralistische Sicht)³

		Integr.	Eigentum		Eigentum-Gest.		Trennung	
	<i>Privatisierungsmasse in %</i>	49	100	49	100	49	100	49
		----- alle Angaben in Mrd. Euro -----						
1	Privatisierungserlöse	5,0 - 8,7	-	6,1 - 8,6	10,4 - 14,6	5,1 - 7,2	9,4 - 13,3	4,6 - 6,5
2	Dividende Bund	23,7	-	21,1	0	15,8	0	14,6
	Zwischensumme	28,7 - 32,4	-	27,2 - 29,7	10,4 - 14,6	20,9 - 23,0	9,4 - 13,3	19,2 - 21,1
3	Eigenkapital Infrastruktur	0	-	-2,7 bis +0,2	-2,7 bis +0,4	-2,7 bis +0,4	-4,9 bis -2,7	-4,9 bis -2,7
4	Haushaltersparnis RegMittel	0	-	+4,0	+7,9	+7,9	+9,9	+9,9
	TOTAL	28,7 - 32,4	-	28,5 - 33,9	15,6 - 22,9	26,1 - 31,3	14,4 - 20,5	24,2 - 28,3

Für alle Bewertungskriterien werden Zeitreihen mit den erwarteten Zahlungsströmen bis 2015/2020 und einem Endwert ermittelt. Ausgehend vom durchgerechneten Integrierten Modell werden für die Varianten Zu- und Abschläge angesetzt („Delta-Betrachtung“). Um die Werte zeitlich zu homogenisieren, werden sie im Wege einer Barwertanalyse auf den 1.1.2006 abgezinst. Der sog. kameralistischen Sicht (Diskontrate 4,5%) wird eine Kapitalmarktsicht (Diskontrate 9,6%) vorangestellt.

Kernaussagen des Gutachtens sind:

- Nach der aggregierten Haushaltsbetrachtung – und nur diese kann bei einer auf Dauer angelegten Systementscheidung maßgeblich sein - liegen alle Modelle eng beieinander. In der für den Bund relevanten kameralistischen Analyse liegt das einfache Eigentumsmodell knapp vor der Integration und der Gestaltungsvariante. Relativ zum Mitteleinsatz des Bundes sind auch die Differenzen zum Getrennten Modell verschwindend gering, zumal kleinere Annahmenvariationen die Rangfolge der Modelle durcheinander wirbeln (vgl. 5).
- Stellt der Bund auf die kurzfristige Maximierung der Privatisierungserlöse ab, sind Vollprivatisierungen jeder Teilprivatisierung überlegen, weil die höhere Privatisierungsmasse“ im Vergleich zu 49%-Privatisierungen durchschlägt. Den höchsten Erlös erbringt die Gestaltungsvariante des Eigentumsmodells (14,6 Mrd. Euro), gefolgt vom Getrennten Modell (13,3 Mrd. Euro). Umso erstaunlicher ist, dass der integrierte Börsengang vielfach mit dem falschen Argument der höchstmöglichen Privatisierungserlöse beworben wird, obwohl er maximal 8,7 Mrd. Euro einbringen soll.

³ Das Modell der Finanzholding wird im Weiteren ausgeblendet, weil es nach Meinung der meisten Experten „lebensfremd“ ist und daher auch in der politischen Diskussion keine Rolle spielt.

- Unter wettbewerbspolitischen und rechtlichen Gesichtspunkten schneiden die Trennungsmodelle signifikant besser ab als das Integrierte Modell. Besonders auffällig ist, dass allein dem Getrennten Modell zugetraut wird, den über Jahrzehnte währenden intramodalen Bedeutungsverlust der Schiene im Güterverkehr umzukehren. So soll der Marktanteil der Eisenbahn bis 2020 wieder leicht auf 17,1% ansteigen. Den Wettbewerbern der DB AG wird ein äußerst vorsichtig bemessener Marktanteil von 27% prophezeit. Eine solche nachhaltige Trendwende wären keine „überschaubaren Effekte“, sondern ein voller Erfolg. Immerhin hatte die Gemeinschaft Europäischer Bahnen erst Ende 2005 mit einer Studie von McKinsey Alarm geschlagen, wonach der Schiene ohne Änderung der intermodalen Rahmenbedingungen eine düstere Zukunft drohe (schlimmstenfalls Pulverisierung des Marktanteils in Europa von 14 auf 4%).⁴
- Integration und freier Wettbewerb auf dem Netz sind nicht vereinbar. Die Gutachter sehen eine klare Anfälligkeit der Netzintegration für Koppelgeschäfte, mit denen der Wettbewerb ausgeschaltet werden soll.
- Aus EU-rechtlichem Blickwinkel äußern die Gutachter gravierende Bedenken gegen das Integrations- und das Eigentumsmodell. Brüssels Votum zur hinreichenden Unabhängigkeit zentraler Netzfunktionen (Trassenvergabe, Tarifierung, Kapazitätsanalyse u.ä.) müsse abgewartet werden. Wie berechtigt die Zweifel sind, zeigen die überaus kritischen Äußerungen des EU-Kommissars Barrot am 3.5.2006 über die deutsche Situation, als er seinen Bericht zur Umsetzung des 1. Eisenbahnpakets in den Mitgliedstaaten vorstellte.⁵
- Die von Integrationsbefürwortern angeführten Nachteile von Trennungslösungen – hohe Synergieverluste und Trennungskosten – fallen deutlich geringer aus als behauptet. Zudem sind sie kein Hindernis, die DB AG zu privatisieren.
- Die DB AG erreicht ihre Kapitalmarktfähigkeit laut Gutachten am schnellsten im Integrierten Modell. Als Perspektive wird 2007 genannt, allerdings ist ein Börsengang vor 2008 allein aus Verfahrensgründen nicht denkbar. Allen anderen Modellen wird eine Verzögerung des Börsengangs von 3 - 5 Jahren bescheinigt, die es noch zu hinterfragen gilt.

3 Würdigung der Methodik und der Qualität der Aussagen

Das Gutachten stellt eine brauchbare erste Diskussionsgrundlage für die Politik dar, indem es eine Vielzahl der Modellwirkungen zu bewerten und auf ein handhabbares Maß zu reduzieren sucht. Einige der oben aufgeführten Kernbotschaften sind insofern bemerkenswert, als sie populäre Thesen der Integrationsfürsprecher klar widerlegen.

Dennoch ist nicht zu übersehen, dass die Expertise insgesamt zahlreiche methodische Schwächen aufweist, die in der Gesamtschau das Integrationsmodell erheblich begünstigen

⁴ Vgl. *Frankfurter Rundschau* vom 11.11.2005, „Zehntausende Brummis mehr“.

⁵ Vgl. *Logistik inside* vom 3.5.2006, „Barrot besteht auf neuen Regeln für Bahnfracht in Deutschland“; *Die Welt* vom 4.5.2006, „Das `deutsche System` unter Verdacht“.

(wodurch es mit Mühe einen Gleichstand mit seinen Alternativen erreicht). Die vier grundlegenden Mängel sind:

➤ ***Überkommene Denkweise des Staatsmonopolismus: DB AG = Schienenverkehrsmarkt***

Die gewählte Vorgehensweise orientiert sich nahezu ausschließlich an der DB AG, obwohl der Auftrag des Verkehrsausschusses und des Bundestags ausdrücklich eine gesamthafte, volkswirtschaftliche Analyse der Wirkungen auf das System Schiene einforderte. Mit anderen Worten: Der Unternehmensfokus auf die DB AG wird mit dem Markt- und Branchenfokus gleichgesetzt. Deutlich wird diese Verengung an der an vielen Stellen durchschimmernden Überzeugung, dass der Marktwert des Unternehmens DB AG unweigerlich sinke, sobald echter Wettbewerb auf dem Gleis ausbreche.

Diese statische Sichtweise geht in zweierlei Hinsicht fehl: Zum einen wird jeder potentielle Investor die Überzeugungskraft einer Equity Story hinterfragen, die ohne jede Phantasie darauf hinausläuft, eine im Abbröckeln begriffene Monopolrendite noch so schnell wie möglich zu kapitalisieren. Noch gravierender aber ist die „auf einem Auge blinde“ Methodik, den Wettbewerb allein auf seine Verdrängungswirkung zu reduzieren, während seine langfristig wichtigere dynamische Funktion als Wachstumsmotor und Innovationsantreiber ausgeblendet wird. Im PRIMON-Gutachten schlagen die positiven Folgen des Wettbewerbs lediglich an zwei Stellen in dem Rechenmodell auf, und zwar wenn der Bund Regionalisierungsmittel einspart oder die DB AG erhöhte Trasseneinnahmen des Netzes durch Mehrverkehr der Dritten verzeichnet.

Schon die unmittelbaren statischen Umverteilungsgewinne der Konkurrenten der DB AG, die als Unternehmen und deren Mitarbeiter Steuern zahlen, werden nicht mehr berücksichtigt. Ganz außen vor bleiben alle typischen Sekundär- und Tertiärwirkungen von Wachstumsmärkten wie die Beschäftigungseffekte durch höhere Investitionen, erhöhte Steuereinnahmen, Stärkung der Zuliefererindustrie u.ä. Nach dieser Logik hätte auch die Deregulierung des Luftverkehrs von vornherein negativ bewertet werden müssen, weil die staatlichen Fluggesellschaften wie Lufthansa vermeintlich nur verlieren konnten, während der Wachstumsmarkt der Billigflieger nicht hätte entstehen, geschweige denn bewertet werden können.

➤ ***Kritische Themen nicht quantifiziert***

Die qualitativen Aussagen in dem Kapitel „Kritische Themen“ werden in dem Quantifizierungspart nicht hinreichend abgebildet. Dies gilt sowohl für verschiedene Risiken des Integrationsansatzes wie umgekehrt für die angedeuteten Chancen von Trennungsmodellen. So wird z.B. das von den Gutachtern angesprochene Risiko mangelnder EU-Rechtskonformität der integrierten Lösung nicht monetarisiert, obwohl dies möglich wäre - sofern es nicht gar ein K.O.-Kriterium gegen jede Börsengangabsicht sein sollte. Auf diese Schwäche wiesen auch die Parlamentarier in der zweiten Befragung der Gutachter im Verkehrsausschuss am 5.4.2006 hin. Auf der Habenseite des Trennungsmodells werden z.B. die potentiellen betriebswirtschaftlichen Effi-

zierungsgewinne im Transportbereich negiert (obwohl sie verbal erwähnt werden), die sich aus der wettbewerbsinduzierten Senkung der Lohnkosten und stärkerem Outsourcing, insbesondere bei den Dienstleistungen ergeben könnten. Bestätigt wird dieses Effizienzpotential durch die Gewerkschaft selbst, wenn sie in der Trennung die Gefahr wittert, dass (zu teure) interne Dienstleistungen extern vergeben würden.

➤ **Offenkundige Widersprüche**

Ein weiterer Malus ist „handwerklichen Fehlern“ zuzuschreiben, die widersprüchliche Aussagen produzieren. Besonders schwer wiegt die folgende Inkonsistenz: Für die Berechnung der Privatisierungserlöse und Dividendenzahlungen wird bis 2009 die Mittelfristplanung 2004 der DB AG zugrunde gelegt. Diese Planwerte sind im Güter- und Fernverkehr mit exorbitanten Wachstumsraten der Verkehrsleistung unterlegt, die auch für Optimisten nicht plausibel sind. Nicht umsonst bezeichnen die Gutachter die Planung mit äußerst zurückhaltenden Worten als „sehr anspruchsvoll, aber nicht unrealistisch“. Gleichzeitig stellen die Gutachter selbst Wettbewerbsprognosen bis 2020 an, nach denen der Fernverkehr einen langfristigen Abwärtstrend der absoluten Verkehrsleistung erleidet. Selbst wenn er auf dem Niveau von 2005 fortan stagnierte, wäre die auf Wachstum ausgelegte Mittelfristplanung Makulatur. Da für die Barwertberechnung ab 2010 die Verkehrsmengen der eigenen Prognose angesetzt werden, impliziert dies beim Wechsel von den Werten der Mittelfristplanung bis 2009 auf 2010 einen sprunghaften Abfall der Verkehrsmenge (geschätzt: 8 Mrd. Pkm). Dieser Bruch ist methodisch nicht vertretbar, auch nicht mit dem Verweis auf die Datentreue und der Vergleichbarkeit mit dem Morgan-Stanley-Gutachten. Kurios ist, dass der Anhang A3 diesen Widerspruch offen anspricht, ohne jedoch die richtigen Konsequenzen zu ziehen. Mindestanforderung wäre die Analyse der Sensitivität der Annahmen, z.B. eine Planverfehlung der Erlöse von 10, 25 oder 50%. Dann brähe allerdings die gesamte Argumentation zusammen, weil die Messlatte der Kapitalmarktfähigkeit von vornherein gerissen würde.

➤ **Differenziertere Berechnung des Barwerts unterlassen**

Aus ökonomischer Sicht unverständlich ist die Präferenz der Gutachter, für die Wahl des Abzinsungsfaktors im Rahmen der Barwertberechnung eine kapitalmarktorientierte Sicht vorzuschlagen (gewichteter Kapitalkostenzinssatz = 9,6%). Zwar wird eine „kameralistische“ Alternativrechnung mit einer Diskontrate von 4,5% nachgeschoben, doch erwecken Reihenfolge und Schwerpunkt der Erläuterungen den Eindruck, als sei die Investorenperspektive angemessener.

Tatsächlich ist das Gegenteil der Fall. Für den Bund ist die reine Kapitalmarktsicht vollkommen irrelevant, weil die monetär bewerteten Haushaltseffekte allesamt staatliche Mittel sind. Diese könnten alternativ für den Bau von Kindertagesstätten, die Bundeswehr oder für Hochschulen eingesetzt werden, so dass die reale „Opportunität“ (= zweitbeste Verwendung der Mittel) keinem privaten Renditeanspruch genügen muss. Dies gilt in jedem Fall für die Inputfaktoren des Systems Schiene wie das Netz-

investitionsbudget und die Regionalisierungsmittel, die dem politischen Willen der Daseinsvorsorge entspringen und zudem titeltechnisch festgelegt sind. Wenn die „Investorenbrille“ jemals plausibel sein sollte, dann allein auf der Erlösseite der DB AG, die sich in den Privatisierungserlösen und den Dividendenzahlungen an den Bund ausdrückt. Denn sobald der Staat sich langfristig als Unternehmer im Transport- und Logistikgeschäft in Asien und Nordamerika engagiert (was keineswegs schlüssig ist), müsste er den Anspruch haben, das Geld der Steuerzahler nicht weniger gewinnbringend einzusetzen, als es diese als Unternehmer selbst könnten. Dies würde bedeuten, mit gespaltenen Zinssätzen zu operieren.

4 Die methodische Kritik im Detail

Da das PRIMON-Team den Mehrwert seines Gutachtens insbesondere in der quantitativen Analyse sieht, liegt es in der Natur der Sache, dass alle aus ihrer Sicht erheblichen Annahmen und Überlegungen sich letztlich in der Matrix der Haushaltswirkungen niederschlagen. Der Preis dafür ist, dass kleinteiligere Analysekatégorien nicht trennscharf sein können. Dennoch wollen wir zur besseren Übersicht nicht auf sie verzichten.

4.1 Haushaltsaspekte im engeren Sinne

➤ *Die Chimäre der Entlastung*

Die Politik hat den Gutachtern explizit vorgegeben, keine abschließende Empfehlung eines Modells auszusprechen, sondern die Bewertung den Entscheidern selbst zu überlassen. So gesehen sind die Summenwerte der Modellalternativen unter dem Strich zunächst als nachrichtliche Hilfestellung zu verstehen. Gleichwohl dürfte allen Beteiligten klar sein, dass wie bei allen komplexen Bewertungen der Grundsatz gilt: „numbers matter!“ So ist es kein Zufall, dass die Presseberichterstattung wie auch die ersten Kommentare der DB AG vor allem auf Zahlen – insbesondere die Privatisierungserlöse und Dividendenzahlungen - abhob, die noch dazu vielfach falsch wahrgenommen wurden.

Irreführend ist die Wertung der Gutachter, dass es sich bei den Endsummen – etwa 28,7 bis 32,4 im Integrierten Modell - um eine „Entlastung“ oder eine Mehreinnahme für den Haushalt handele, womit den Haushaltspolitikern ein sicherer Nettovorteil in dieser Größenordnung suggeriert wird. Dem steht entgegen:

- Zunächst fällt auf, dass ein Großteil der Wirkungen auf enorm hohen Erwartungen an die Dividendenzahlungen beruht, die – wie zuvor skizziert – mit äußerster Vorsicht zu genießen sind.
- Des Weiteren ist zu bedenken, dass eine Entlastungswirkung nur dann netto einträte, wenn die DB AG in der stets zur Auswahl stehenden Nullvariante – „alles bleibt, wie es ist“ – keinen Euro Gewinn abwürfe. Dies ist jedoch hochgradig unwahrscheinlich. Andernfalls müsste der Vorstand der DB AG die Behauptung vertreten, dass nur das Ziel und die Aussicht auf den Börsengang die Mitarbeiter zur

Effizienz anhielten. Die Gutachter bestätigten in der ersten Befragung des Verkehrsausschusses, dass der Entlastungsbegriff sprachlich unscharf sei.

- Schließlich sind erhebliche Zweifel angebracht, ob die Privatisierungserlöse und Dividendenzahlungen im Integrationsmodell tatsächlich dem Bund netto zufließen können. Es mehren sich die Indizien, dass die Mittel zwingend im Unternehmen zur Stärkung der Eigenkapitalbasis bleiben müssen, weil andernfalls die überaus wacklige Rechnung nicht einmal im Ansatz aufgehen kann (vgl. weiter unten). Von dieser verdeckt einkalkulierten Hebelwirkung würde das Integrationsmodell am meisten profitieren, weil hier die für ein A-Rating erforderliche Eigenkapitalquote von 50% besonders anspruchsvoll ist.

➤ ***Der versteckte Gegenwert der Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung***

In der politischen Diskussion hat sich seit längerem die Faustformel eingebürgert, dass die DB AG eine Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung (LuFV) mit dem Bund benötige, in der sich der Bund über mindestens 10 Jahre verpflichtet, pro Jahr 2,5 Mrd. Euro zur Finanzierung der Investitionen in das Bestandsnetz bereitzustellen. Diese Mittel sollen als verlorene Baukostenzuschüsse ausgereicht werden, über deren Verwendung die DB AG frei entscheiden soll.

Zunächst ist festzuhalten, dass bisher niemand transparent dargelegt hat, auf welchem methodischen Fundament der errechnete Bedarf der 2,5 Mrd. Euro beruht. Unklar ist die Abgrenzung zwischen Neu-/Ausbau und Ersatzinvestitionen, zudem ist fraglich, auf welche Netzgröße der angemeldete Bedarf abzielt, welche Produktivitätsgewinne im Netz veranschlagt werden und inwieweit er die langfristigen Lebenszykluskosten einschließlich jener Lasten in Rechnung stellt, die womöglich derzeit durch heruntergefahrte Investitionstätigkeit in die Zukunft verlagert werden.

Ungeachtet der fragwürdigen Fundierung des Bedarfs ist anzumerken, dass die Forderung „2,5 Mrd. p.a. über mindestens 10 Jahre“ sowohl zeitlich als auch der Höhe nach die tatsächliche Belastung für den Staat aus taktischen Erwägungen kleinrechnet. Zeitlich muss sich der Bund de facto unbefristet verpflichten, weil das System Schiene seine Infrastrukturkosten nicht nutzerseitig decken kann. Wie hoch der notwendige Zuschuss im „eingeschwungenen Zustand“ ausfällt, lässt sich nicht beziffern, weil die Effizienzreserven im Netzbereich kaum einzuschätzen sind. Darüber hinaus muss die Politik entscheiden, wie weit sie die Daseinsvorsorge auslegt und ob sie diese über das Mittelvolumen oder den Netzzumfang definiert.

Schwerer wiegt das Versäumnis der Gutachter, das Delta zwischen der 2,5-Mrd.-Tranche und den angenommenen Investitionsmitteln des Bundes in der Mittelfristplanung der DB AG deutlich auszuweisen. Im Durchschnitt der nächsten fünf Jahre plant die DB AG mit der Bereitstellung von Baukostenzuschüssen in Höhe von 3,92 Mrd. Euro p.a. Demnach sind für Neu- und Ausbauinvestitionen gut 1,4 Mrd. Euro pro Jahr vorgesehen. Geht man davon aus, dass dieser Betrag zwingend erforderlich ist, um künftig auch nur in die Nähe der von Experten als illusorisch bewerteten Planverkehrsmengen der Transporttöchter zu gelangen, täuschen die 2,5 Mrd. über die

wahre Belastung hinweg. Sobald der Investor diesen Widerspruch durchschaut, wird er den Bund unter Druck setzen, die Lücke zu schließen. Die Gutachter deuten diesen Mechanismus über die Hintertür auch an, indem Sie leicht gewunden formulieren:

Gegebenenfalls werden abhängig von dem Zeitpunkt der Einbeziehung des Kapitalmarktes auch verbindliche Zusagen für Neu- und Ausbauinvestitionen erforderlich sein.

Interessanterweise erhob Morgan Stanley bei der Veröffentlichung des ersten Gutachtens 2004 noch klar die Forderung, dass der Bund pro Jahr 4 Mrd. Euro zur Verfügung stellen müsse. Kurz danach verschwand diese Größenordnung aus der öffentlichen Diskussion, nachdem wahrscheinlich erkannt worden war, dass mit ihr politisch kein Land zu gewinnen ist. Denn sie hätte zur Folge, dass allein die Schiene ein festes Budget garantiert bekäme, während die konkurrierenden Verkehrsträger die Schwankungen der Bundeshaushaltlinie auffangen müssten. Ein solches Privileg wäre nicht nur ungerecht, sondern konjunkturpolitisch kontraproduktiv, da die Schiene augenscheinlich am inflexibelsten auf erratische Mittelflüsse reagiert und regelmäßig dreistellige Millionenbeträge nicht abrufft.⁶

➤ **Die wegdefinierten Haushaltsrisiken des Börsengangs mit Netz**

Teilprivatisierungen eines Unternehmens in einem kapitalintensiven Daseinsvorsorgektor sind für den Staat besonders riskant. Schuld ist die Zwitterstellung des halbstaatlichen Unternehmens, das sich wie ein Chamäleon im Wechselspiel auf jene Eigenschaft beruft, die ihm in einer konkreten Problemsituation den größten Vorteil verschafft. Dieses Verhalten lässt sich an der DB AG seit Jahren beobachten. So beruft sich das Unternehmen auf den Status der Privatheit und der unternehmerischen Autonomie, wenn die Politik Investitionsprojekte vorschlägt, die sich (angeblich) betriebswirtschaftlich nicht rechnen, wenn Rückbauten durchgesetzt werden sollen, Umzugspläne nach Hamburg ohne Absprache mit dem Eigentümer geschmiedet werden oder unangenehme Daten veröffentlicht werden könnten.

Sobald jedoch Probleme auftauchen, z.B. als Folge unternehmerischer Fehleinschätzungen, wird die Lösung nicht primär am Markt gesucht, sondern Flankenschutz seitens der Politik eingefordert. Beispiele hierfür sind die Baukostenüberschreitungen im Netz durch Missmanagement, das Drängen auf Änderung der Vergabeverordnung im Nahverkehr nach missliebigen Gerichtsurteilen pro Ausschreibungswettbewerb, die Umkehrung der Regelfinanzierung zugunsten verlorener Baukostenzuschüsse usw..

Unterwirft sich ein solches Unternehmen, dessen Unternehmenserfolg zu 60% von staatlichen Mitteln abhängt, den harten Spielregeln des Kapitalmarktes, wendet sich die Anreizlogik allein gegen den Miteigentümer Bund. Denn der private Investor ist als

⁶ Angemerkt sei, dass dieser Missstand keineswegs systemimmanent ist, wie häufig behauptet wird („Komplexität der Finanzierungsvereinbarung, Planungsvorlauf, größere Lose als bei der Straße“). Haupttreiber sind suboptimale Unternehmensprozesse in der (integrierten) DB AG und laut Insidern v.a. taktisches Verhalten, Mittel für die Schiene selbst bei symbolischen Eigenanteilen nicht abrufen zu wollen.

Einzweckorganisation mit klarer Zielsetzung, straffer Organisation und professioneller Rechtsabteilung der Politik deutlich überlegen, die eine Vielzahl von Interessen bedienen muss. Taucht ein unternehmerisches Problem auf, das angesichts des Ergebnisdrucks kurzfristig behoben werden muss, werden DB und privater Investor stets bestrebt sein, die Lösung auf Seiten des Bundes zu suchen. Dieser Weg wirkt schneller und hat deutlich höhere Erfolgsaussichten, als sich auf unsicheren Märkten zu verdingen. Besonders gefährlich daran ist, dass der Bund keine glaubwürdige Drohposition einnehmen kann, weil er den Investor dafür grundrechtlich enteignen müsste. Auf diesen Hebel und die Machtlosigkeit des Bundes weisen die Gutachter kaum merklich hin, indem sie sagen:

Bei einer Privatisierung von mehr als 25% der Anteile an der DB AG wäre der Einfluss des Bundes als Aktionär insoweit begrenzt, als dass er zukünftige Modellanpassungen im Hinblick auf die Infrastruktur nur mit Zustimmung der anderen Aktionäre ... veranlassen könnte. Die unmittelbare Durchsetzung einer Entscheidung durch den Bund würde daher im Extremfall u.U. ein Übernahmeangebot an die privaten Aktionäre im Rahmen eines Public-to-Private voraussetzen.

Insgesamt zeigt sich, dass der Bund beim Börsengang mit Netz massiv Gefahr liefe, für alle Risiken des Unternehmens geradestehen zu müssen, während die Rendite des Privaten praktisch gesetzt ist („Vollkaskomodell“). Die Vorboten dieser Schiefkastigkeit sind seit einiger Zeit gut beobachtbar – genau hierauf zielt auch der kürzlich veröffentlichte Warnhinweis des Bundesrechnungshofes, dass die Bundesregierung bereits seit Jahren den anvisierten Börsengang finanziell protegiert, indem sie entgegen der Gesetzeslage auf Mittelrückzahlungen verzichtet, Fördertatbestände ausweitet oder sogar Eigenmittel der DB AG durch Bundesmittel ersetzt.⁷ Diese Gefälligkeiten würden nach einem Börsengang noch drastisch zunehmen, wie auch das weltweit einzige empirische Lehrstück der Bahnprivatisierung mit Netz in Neuseeland zeigt, dessen Scheitern der Staat teuer bezahlen musste.

Die Gutachter gehen auf dieses gravierende Risiko nicht ein, geschweige denn versuchen es zu quantifizieren. Stattdessen wird lakonisch auf die LuFV verwiesen, die eben durchgesetzt werden müsse. Ohne Wettbewerb um die Netzbewirtschaftung als Sanktionsinstrument kann der Bund seine Rechte jedoch nicht wirksam durchsetzen.

4.2 Kapitalmarktfähigkeit

➤ **Die Mittelfristplanung der DB AG wird ohne Abstriche übernommen**

Grundlage aller Berechnungen ist die Mittelfristplanung der DB AG aus November 2004. Diese gilt nicht nur unter Experten und den Gutachtern als überaus optimistisch, sondern Presseberichten zufolge auch im Konzern selbst.⁸ So sieht die Planung vor, 2009 einen Gewinn vor Zinsen (EBIT) von knapp 2,9 Mrd. zu erwirtschaften, um

⁷ Vgl. *Financial Times Deutschland* vom 21.04.2006, „Bund entlastet Bahn bei Investitionen“.

⁸ Vgl. *Capital* vom 5.2.2006, Mehdorns Malaise.

so die magische Mindestgrenze der Kapitalmarktfähigkeit zu überschreiten, ab der die Kapitalkosten verdient werden. Wie das 2005 erzielte EBIT von 1,35 Mrd. Euro zeigt, ist die zurückzulegende Wegstrecke jedoch noch weit und beschwerlich. Dies gilt umso mehr, als geplante Gewinnsteigerungen von 400 – 500 Mio. Euro p.a. desto schwieriger werden, je höher das erreichte Niveau ist. Auch die Ankündigung der DB AG auf der Bilanz-Presskonferenz am 31.3.2006, das EBIT im laufenden Jahr um 15 bis 20% steigern zu wollen (maximal 270 Mio. Euro), läuft auf eine klare Planverfehlung hinaus.

Aus heutiger Sicht erschließt sich nicht, wie das Ziel annähernd erfüllt werden könnte. Denn entgegen der Suggestion, dass die Wachstumssparte Logistik die entscheidende Ertragssäule sei, sind nach den Planungen der DB AG und den Segmentanforderungen jedes Investors vor allem die aktuellen drei Problemsektoren Railion, Fernverkehr und Netz gefordert, binnen 3 bis 4 Jahren jeweils eine Steigerung von 400 Mio. Euro des Betriebsergebnisses nach Zinsen zu bewältigen, und zwar simultan. Für eine solche Entwicklung gibt es keine Anzeichen. Weiterhin geht die Mittelfristplanung laut PRIMON von einer jährlichen 1,3%igen Steigerung der Bestelltentgelte aus, wohingegen politisch die Zeichen auf eine satte Kürzung von im Mittel 10% hindeuten. Auch die Investitionsmittel des Bundes werden höher angesetzt, als sie real in Aussicht stehen. Schließlich bleibt abzuwarten, ob es der DB wie angekündigt gelingt, in den nächsten 4 Jahren die Verbindlichkeiten um 5,6 Mrd. Euro aus dem Cash-Flow heraus zu senken.

Insgesamt muss man aus der Summe der Indizien den Eindruck gewinnen, dass die Planung vom wunschbeseelten Ergebnis des schnellen Börsengangs her definiert ist, weshalb sie mit äußerster Vorsicht zu betrachten ist. Hierfür spricht auch der Track Record der in der Vergangenheit mehrfach korrigierten Mittelfristplanungen. Hierauf angesprochen verweisen die Gutachter auf die Vorgabe des Bundes, die Mittelfristplanung im Dienste der Datentreue und Vergleichbarkeit mit dem Morgan-Stanley-Gutachten als gesetzt anzusehen. Zudem führe die Verfehlung der Planung zwar zu einem Niveaufekt, ändere aber nichts an der Reihenfolge der Modellbewertung, da alle Varianten gleich betroffen seien.

Beide Argumente überzeugen nicht. Die Vorgabe des Bundes ist den Gutachtern nicht anzulasten, jedoch stellt sich die Frage, welche Funktion dann der erwähnte Plausibilitäts-Check haben soll. Ungeachtet dessen gehört es zum methodischen Standardrepertoire, Sensitivitätsanalysen anzustellen und offenzulegen, aus denen hervorgeht, wie sich z.B. Planabweichungen auf das Gesamtergebnis auswirken. Nach der Logik der vorgebrachten Argumentation wäre die Kapitalmarktfähigkeit der DB AG allerdings umgehend zerstört, weil das Kriterium einer verlässlichen Planung gerissen und die Kapitalkosten nicht verdient würden.

Auch die These, Planunterschreitungen tangierten die Gesamtbewertung nicht, leuchtet nicht ein. So haben die Trennungsmodelle den Vorteil, dass bei ihnen das Risiko der Planabweichung hinsichtlich der Börsenfähigkeit geringer anzusetzen ist, weil das größte Problemkind - das defizitäre Netz – von vornherein ausgeklammert wird. Dies müsste sich insbesondere auch auf die zeitliche Prognose des Börsengangs auswir-

ken, was die Gutachter jedoch ausblenden, indem sie das Eintreten der Planung einfach voraussetzen.

➤ **Unplausible Zahlenrelationen zwischen Privatisierungserlösen und Dividenden**

Den Gutachtern zufolge soll das Integrierte Modell in der Kapitalmarktsicht im besten Fall 8,7 Mrd. Euro Privatisierungserlöse einbringen, während der Bund mit Dividendenzahlungen von maximal 14,6 Mrd. Euro rechnen kann. Dieses Zahlenverhältnis ist insofern nicht plausibel, als es sich um nahezu zwei identische Seiten der gleichen Medaille handelt. Während der Privatisierungserlös den am Markt kapitalisierten erwarteten Unternehmenswert für 49% Privatisierungsanteil abbildet, bemessen sich die Dividendenzahlungen ebenfalls an den erwarteten Gewinnen für 51% der Unternehmensanteile, die beim Bund verbleiben.

Unerklärlich ist, wieso der Private die praktisch gleiche Privatisierungs“masse“ deutlich schlechter bewerten soll als der Bund. Morgan Stanley begründet diese Diskrepanz damit, dass es sich hier um „technische Abschläge“ (IPO-Discount, DCF-Abschlag) handele, die stets angewendet würden. Technik ist jedoch kein Selbstzweck, sondern muss einer Sinnstiftung unterliegen. Im weiteren Verlauf der Diskussion wird das Argument nachgeschoben, der Bund müsse bei seinen Dividendenerwartungen keine Kontrollprämie einpreisen, da er mit 51% die Mehrheit an der DB AG behalte. Diese Begründung steht wiederum im Widerspruch zu der richtigen, wenngleich in Watte verpackten Aussage, dass die Sperrminorität von 25,1% dem Privaten ausreiche, um alle Entscheidungen der Bundesseite zu blockieren.

Bildete die Zahlenrelation die Realität korrekt ab, müsste die Politik den Schluss ziehen, dass weniger Privatisierung für den Bundeshaushalt lukrativer sei. Der Grenzgewinn der Dividendenzahlungen bei einer nur 25,1%igen Privatisierung wäre deutlich höher als der in Kauf zu nehmende Grenzverlust der niedrigeren Privatisierungserlöse. Eine solche Aussagenlogik läuft dem allgemeinen Erfahrungsschatz zuwider und wäre als Grundauffassung z.B. für Investmentbanken nicht nur ungewöhnlich, sondern geschäftsschädigend.

Sichtbar ad absurdum geführt wird die Rechnung beim Vergleich der 49%-Privatisierung zur 100%-Variante innerhalb desselben Modells. So soll im Getrennten Modell die Summe aus Privatisierungserlösen und Dividendenzahlungen bei 49% Teilprivatisierung 7,8 Mrd. Euro höher ausfallen als bei der Vollprivatisierung. Zugespielt formuliert heißt das: Obwohl das Synergieargument wegen der Netztrennung per se in diesem Modell ausgeschaltet ist, soll der Unternehmenswert des halbstaatlichen Logistik- und Mobilitätsdienstleisters DB AG, der Frachtzentren in der Mongolei betreibt und Züge in Europa disponiert, 68 % höher sein als in vollständig privater Hand. Schuld sind die eingangs erwähnten, asymmetrisch angesetzten Abschläge (nur auf Privatisierungserlöse, nicht beim Staat).

Diese kuriose Bewertung spricht ebenfalls nicht nur gegen jedes Erfahrungswissen, sondern wäre eine Absage an den Privatisierungsgedanken. Tatsächlich müsste der Markt die halbstaatliche Transportgesellschaft deutlich schlechter bewerten, weil der

Bund aufgrund seiner Finanzknappheit ein „Klotz am Bein“ wäre, der Kapitalerhöhungen zur Finanzierung des expansiven M&A-Geschäfts in der Logistik im Wege stünde.

➤ ***DB AG kann keine ausreichende Dividende zahlen***

Mindestvoraussetzung jedes Börsengangs ist es, an den Investor in absehbarer Zeit eine konkurrenzfähige Dividende ausschütten zu können. Die Gutachter unterstellen auf der Basis von Vergleichswerten eine notwendige Dividendenrendite von 4 %. Zugleich schreiben sie in verblüffender Offenheit, dass der geplante künftige Cash-Flow eine solche Rendite nicht hergibt. Die Lücke beträgt laut *Manager-Magazin* vom 24.3.2006 zwischen 2007 und 2009 kumuliert gut 1,8 Mrd. Euro. Als Ausweg schlagen die Gutachter vor, die fällig werdenden Finanzverbindlichkeiten zu „refinanzieren“ oder das „Tilgungsprofil [der Altschulden] zu strecken“. Auf den Punkt gebracht laut die Empfehlung, neue Schulden aufzunehmen oder alte langsamer abzubauen.

Obwohl also eine Ziel-Eigenkapitalquote von 50% als erreichbar angenommen wird und die überaus ambitionierte Mittelfristplanung annahmegemäß eintrete, ist die DB AG planmäßig nicht in der Lage, Dividende zu zahlen. Dies ist nach normalen Maßstäben ein K.O.-Kriterium für jeden Börsengang. Umso erstaunlicher ist das Votum der Gutachter, den IPO dennoch für möglich zu halten, noch dazu von allen Modellen am frühesten umsetzbar. Dieser Widerspruch lässt sich nur dann auflösen, wenn weitere implizite Prämissen gesetzt werden, die zurzeit verheimlicht werden. Der Verdacht ist erdrückend, dass die Privatisierungserlöse, ggf. auch Dividenden in Wahrheit nicht dem Bund zufallen, sondern zwingend in das Unternehmen reinvestiert werden müssen, damit die Planung zumindest im Ansatz aufgehen kann. Dann würden allerdings die Haushälter getäuscht, die mit einem Nettozufluss aus der Privatisierung rechnen. Trickreich daran wäre, dass sie diesen „Irrtum“ erst feststellten, wenn er de facto nicht mehr korrigierbar ist.

➤ ***Asymmetrie der steuerlichen Verlustvorträge***

Aus dem PRIMON-Gutachten geht hervor, dass die DB AG offensichtlich gewaltige Verlustvorträge (24 Mrd. Euro) vor sich herschiebt, die sie auf Jahre hinaus keine Steuern zahlen lässt. Sichtbar wurde dieser Hebel auch in der Bilanz 2005, in der das Betriebsergebnis nach Zinsen durch die Steuerrückerstattung noch deutlich aufgebessert wurde. Die Gutachter argumentieren, dass nur bei der Integration der volle Steuereinspareffekt der Verlustvorträge erhalten bleibe, da die getrennte Netzgesellschaft aufgrund geringen Gewinns diese nicht nutzen könne.

Diese Argumentation ist nicht nachvollziehbar, weil es sich bezogen auf den Gesamthaushalt um ein Nullsummenspiel handelt. Was der Bund dem Investor gewinn erhöhend zugesteht, indem er auf Steuerzahlungen verzichtet, erhöht zwar den Privatisierungserlös, fehlt ihm aber als Haushaltseinnahme. Die Gutachter haben diese

Schwäche anlässlich der zweiten Befragung im Verkehrsausschuss nicht widerlegen können.

4.3 Vertikale Synergien

Einer der zentralen Streitpunkte in der Modelldiskussion ist seit Jahren die Frage, ob die Integration des Netzes Synergien zwischen Netz und Transport erzeugt und wenn ja: welches Gewicht ihnen zu bescheinigen ist. Die Gutachter bejahen die Vorteilhaftigkeit der Integration und beziffern den Nachteil der Trennung auf 2,58 Mrd. Euro (kumulierter Barwert). Allerdings betonen sie zugleich, dass er deutlich geringer ausfalle als vielfach behauptet und dass er die Kapitalmarktfähigkeit der DB AG nicht grundsätzlich verhindere.

Geht man den Berechnungen und ihren Grundlagen auf den Grund, offenbaren sich schwerwiegende methodische Mängel. Besonders hervorzuheben ist der Ansatz, die interessengeleiteten Zahlen der DB AG als Ausgangsbasis zu verwenden, ehe anschließend per Plausibilitätsprüfung mühsam das abgestrichen wird, was nicht zu überzeugen vermag. Legitimiert wird das Vorgehen damit, dass anderes Zahlenmaterial nicht erhältlich sei. Im Kern schimmert so die Überzeugung durch, dass schlechte oder verzerrte Zahlen im Zweifel besser seien als keine Zahlen. Qualitative Aussagen sind aber keineswegs per se minderwertiger, wie ein 2004 erschienenes Gutachten der TU Berlin zu den Synergiepotentialen beweist.

Weiterhin fällt auf, dass in nahezu allen Zweifelsfällen zugunsten der Integration entschieden wird. Entweder werden – wie schon eingangs hergeleitet - trotz Bedenken vermeintliche Synergien anerkannt, oder es werden mögliche Vorteile der Trennung als nicht quantifizierbar beschieden. Neben den bereits angeführten Beispielen lässt sich diese Praxis an den behaupteten Treibern „investive Fehlallokation“ und „konzernübergreifende Effizienzprogramme“ veranschaulichen. So wird die investive Fehlallokation mit einer größeren Staatsnähe des getrennten Netzes begründet, die zu einer stärker angebotsorientierten Politik führe, während die integrierte DB AG schneller Strecken stilllegen könne. Interessanterweise bestritt die DB AG nach dem Eklat im Verkehrsausschuss selbst die Gültigkeit der Stilllegungsgefahr mit dem Hinweis, dass hierüber das Eisenbahn-Bundesamt befinde. Auch die größere Staatsnähe ist kein systemimmanentes Merkmal der Trennung, sondern eine Frage der intelligenten Anreizsetzung. Schließlich werden sämtliche Fehlallokationen im heutigen integrierten Regime ignoriert. Das Argument der Effizienzprogramme zieht insofern nicht, als die DB AG laut *Capital* vom 5.2.2006 hinter ihrem eigenen Zeitplan liegt und zudem nicht einsehbar ist, warum getrennte Gesellschaften nicht noch größeren Besserungsdruck verspüren sollten.

4.4 Wettbewerb

Die Aussagen zu den Wettbewerbswirkungen der Modelle gehören eindeutig zu den gelungenen Abschnitten des Gutachtens. So wird klar formuliert, dass die Netzintegration zu Koppelgeschäften im staatlich bestellten SPNV einlädt, die den Wettbewerb erschweren. Auch die Charakterisierung der Markteintrittsschranken und Diskriminierungspotentiale ist

lobenswert, wenngleich noch ausbaubar. Die errechneten Einspareffekte bei den Regionalisierungsmitteln durch Wettbewerb sind konservativ angesetzt, aber vertretbar.

Verhaltener fällt das Urteil über die Prognose der Wettbewerbseffekte im Fern- und Güterverkehr aus. Dabei zielt die Kritik nicht auf „die Anmaßung von Wissen“ selbst ab, die jeder quantitativen Wettbewerbsprognose innewohnt. Negativ schlägt vielmehr zu Buche, dass die errechneten Wirkungen u.E. übervorsichtig angesetzt werden, wie aus der qualitativ mäßigen Unterfütterung der Argumente für die bisherigen Trippelschritte des Wettbewerbs zu schließen ist.

4.5 Netzbewirtschaftung („EK Infrastruktur“)

Das Bewertungskriterium „EK Infrastruktur“ soll vereinfacht gesagt die Qualität der Netzbewirtschaftung erfassen, die offensichtlich als modellabhängig unterstellt wird. Hier schneidet das Getrennte Modell nach den Gutachtern deutlich schlechter als das heutige ab.

Handwerklich ist diese Passage im Gutachten als besonders negativ einzustufen. Erneut wird die pauschale Annahme vorangestellt, dass erstens eine getrennte Netzgesellschaft staatsnäher sei und zweitens Staatsnähe automatisch mit größerer Ineffizienz einhergehe. Tatsache ist, dass der Daseinsvorsorgektor Schiene, dessen Netzinvestitionen der Steuerzahler finanziert, stets Gefahr läuft, politisiert zu werden. Die Güte unternehmerischen Handelns im Netz hängt somit im Wesentlichen von der Wahl eines klugen Anreizsystems ab, nicht vom Modell selbst. Im Übrigen ist es befremdlich, dass die Staatsnähe eines getrennten Netzes effizienzschädlicher sein soll als die dauerhafte Mehrheitsverstaatlichung des Transports beim Integrierten Modell.

Darüber hinaus spricht empirisch nichts für die Überlegenheit der Integration. Umgekehrt belegen Studien und Erfahrungsberichte, dass private Infrastrukturbetreiber in der Region deutlich günstiger bauen und betreiben können als die DB AG. Die hohen Effizienzpotentiale einer Regionalisierung der Infrastruktur, die im Integrationsmodell aufgrund der Eigentumshoheit der DB AG de facto ausgeschlossen ist, werden vollständig ignoriert.

4.6 Zeitplan der Privatisierung

Eine der in der Presse am häufigsten wiedergegebenen Aussagen des PRIMON-Gutachtens ist das Urteil, dass der integrierte Börsengang bereits ab 2007 möglich sei, während die Alternativen zu drei bis fünf Jahren Verzögerung führen würden. Beide Teilwertungen sind zu hinterfragen und wirken in der Kombination tendenziös. Aus der Investorenbrille ist der Börsengang 2007 nur dann vermittelbar, wenn die Planung verlässlich eingehalten wird. Hieran sind gravierende Bedenken anzumelden, zumal der IPO allein aus Verfahrensgründen und aufgrund des Zeitbedarfs der Vorbereitung nicht vor 2009 realistisch ist.

Umgekehrt wird nicht schlüssig begründet, warum die DB AG bei den anderen Modellen erst deutlich später an die Börse gehen könne. Vor allem fehlt eine Analyse, wie weit die behauptete Verlangsamung des Prozesses auf die seit 2000 alleinige Forcierung des integrierten Modells zurückgeht. Würde morgen der Trennungsbeschluss gefällt, müsste der Vollzug kei-

neswegs 3 oder mehr Jahre dauern. Dies gilt insbesondere für die nicht untersuchte Option, die re-verstaatlichten Logistikteile Schenker und Bax Global wieder vollends zu privatisieren.

5 Alternative PRIMON-Modellrechnung – Integration abgeschlagen

Mit welchen Fehlertoleranzen die Rechnungen behaftet sein können und wie sehr sie durch die Interessen des Modellierers gestaltbar sind, offenbart sich schonungslos, sobald man die Annahmen geringfügig ändert. Eine besondere Note haben die Alternativrechnungen, wenn man auf bereits vorhandene Werte des PRIMON-Gutachtens zurückgreift und sie lediglich anders komponiert.

So bietet es sich an, eine Rechnung aufzustellen, in der drei fragwürdige Annahmen der Gutachter korrigiert werden:

- Verlustvorträge werden eliminiert, weil sie in einer Haushaltsbetrachtung stets ein Nullsummenspiel ergeben müssen.
- Asymmetrie der Abschläge bei Privatisierungserlösen und Dividendenzahlungen wird beseitigt, d.h. der Bund lässt die gleiche Vorsicht wie der Private walten.
- Gespaltene Zinssätze, d.h. auf der Leistungsseite der DB AG wird die Kapitalmarktsicht, auf der Inputseite des Mittelgebers Bund die kameralistische Sicht eingenommen.

Dann ergibt sich folgende Matrix:

Abbildung 2: Alternative Modellrechnung (überwiegend Kapitalmarktsicht)⁹

		Integr.	Eigentum		Eigentum-Gest.		Trennung	
	<i>Privatisierungsmasse in %</i>	49	100	49	100	49	100	49
		----- alle Angaben in Mrd. Euro -----						
	TOTAL	14,2 – 23,3	-	14,1 – 23,1	10,3 – 17,6	13,0 – 21,2	7,8 – 13,9	10,3 – 17,2
	Rang	1		2	4	3	6	5
	TOTAL nach Korrektur	4,5 – 12,2	-	10,3 – 18,7	12,2 – 19,5	11,9 – 19,1	11,4 – 17,5	11,6 – 17,7
	Rang	6		3	1	2	5	4

Wie unschwer zu erkennen ist, fällt das Integrationsmodell deutlich hinter alle anderen Varianten zurück. Wertmindernd wirken der weggebrochene künstliche Vorteil steuerlicher Verlustvorträge sowie die niedriger angesetzten Dividenden, die symmetrisch zum Kalkül des privaten Investors mit Abschlägen bedacht werden. Bei den Alternativen schlagen die höheren

⁹ Entgegen dem Plädoyer für die kameralistische Sicht wird hier die Kapitalmarktsicht herangezogen, weil die Gutachter nur für sie die Alternativwerte ausweisen.

Barwerte der Einspareffekte durch Wettbewerb wertsteigernd zu Buche. Darüber hinaus ist zu erkennen, dass die zuvor unplausible Verzerrung zu Lasten der Vollprivatisierungen je Modell weitgehend beseitigt wird.

Werden in einem zweiten Schritt die bislang nicht quantifizierten Positivwirkungen der getrennten Modelle einbezogen, erweist sich die Integration vollends als haushaltspolitischer Irrtum. Dass es verkehrspolitisch verheerend wäre, steht ohnehin außer Frage.