

Hellwig, Martin

**Article — Published Version**

## Wie bringt man einen Verlustmacher an die Börse? Kritische Anmerkungen zur Privatisierung der DB AG

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Hellwig, Martin (2006) : Wie bringt man einen Verlustmacher an die Börse? Kritische Anmerkungen zur Privatisierung der DB AG, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 86, Iss. 8, pp. 504-509, <https://doi.org/10.1007/s10273-006-0549-1>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/42709>

**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.*

# Kapitalprivatisierung der Deutschen Bahn AG

*Die geplante materielle Privatisierung der Deutschen Bahn AG kann als logischer Schritt der formalen Bahnprivatisierung vom 1.1.1994 angesehen werden. Welche Privatisierungsmodelle werden gegenwärtig diskutiert? Sollte die Deutsche Bahn AG mit oder ohne ihr Betriebsnetz an die Börse gehen? Ist die Deutsche Bahn AG überhaupt börsenfähig?*

Christian Kirchner

## Vollendung der Bahnprivatisierung: Börsengang der Bahn AG

Heute wird die Position weithin geteilt, dass die materielle Privatisierung der Deutschen Bahn AG (DB AG) in Gestalt eines Börsengangs und einer Abgabe eines Minderheitspakets an private Investoren politisch wie wirtschaftlich geboten ist. Anhänger einer alten „Staatsbahn“ oder „Bürgerbahn“ wollen Schienenverkehr als Staatsaufgabe verstanden wissen und vermengen damit politische, soziale und wirtschaftliche Zielsetzungen so miteinander, dass sich im Ergebnis wirtschaftliche Ineffizienz mit politischer Selbstbedienung paart. Sie lehnen eine Privatisierung ab, vertreten heute aber nur noch eine kleine Minderheit.

### Das Problem

Wenn nun die materielle Privatisierung ansteht, hat diese im Rahmen der Vorgaben des europäischen Gemeinschaftsrechts, des deutschen Verfassungsrechts und der wirtschaftlichen und politischen Zielvorgaben auf europäischer und auf deutscher Ebene zu erfolgen. Es soll der Schienengüter- und -personenverkehr im Verhält-

nis zu anderen Verkehrsmärkten (Straße, Luft, Wasser) im intermodalen Wettbewerb gestärkt werden (Stichwort: „mehr Verkehr auf die Schiene“). Es sollen Effizienz und Qualität des Schienentransports – durch Wettbewerb auf der Schiene – gesteigert werden. Zugleich soll der Bundeshaushalt entlastet werden. Im Hintergrund steht schließlich die Positionierung der Deutschen Bahn AG im internationalen Wettbewerb auf den künftig liberalisierten Bahnmärkten in der Europäischen Union.

Von politischer Seite werden fünf Strukturmodellvarianten ins Spiel gebracht:<sup>1</sup> das Integrierte Modell, das Eigentumsmodell in zwei Ausgestaltungsvarianten, das Finanzholdingsmodell und das Trennungsmodell. Als ernst zu nehmende Varianten gelten das Integrierte Modell, das Trennungsmodell und möglicherweise das Eigentumsmodell.

<sup>1</sup> Vgl. Booz, Allen, Hamilton: Privatisierungsvarianten der Deutschen Bahn AG „mit und ohne Netz“, MdB-Fassung, Berlin 2006, S. 46 f.

Im Integrierten Modell wird die Deutsche Bahn AG in ihrer existierenden Konzernstruktur – also mit Netz – an die Börse gebracht. Im Trennungsmodell werden das Netz und der Betrieb rechtlich und organisatorisch voneinander getrennt. Dies hat zur Konsequenz, dass lediglich die Transportunternehmen an die Börse gebracht werden. Im Eigentumsmodell wird das Netz aus dem Deutsche Bahn Konzern ausgegliedert und auf eine Gesellschaft übertragen, deren Anteile – zu 100% – der Bund hält.

### Die nicht vollendete Bahnreform

Die geplante materielle Privatisierung der Deutschen Bahn AG stellt den logischen letzten Schritt der Bahnreform von 1993 dar.<sup>2</sup> Zum 1.1.1994 erfolgte die formale Bahnprivatisierung, in dem die Bahnaktivitäten des Bundes auf die neu gegründete Deutsche Bahn AG übertragen wurden. Diese sollte (und soll) als Wirtschaftsunternehmen

<sup>2</sup> Vgl. C. Kirchner: Eisenbahnreformen in Europa: Eine Standortbestimmung – 5. Deutschland, in: Community of European Railways and Infrastructure Companies (CER), Hamburg 2005, S. 91-105.

geführt werden, also nicht mehr den politischen Einflüssen von Lobbygruppen ausgesetzt sein, die unwirtschaftliche Verkehrsleistungen einfordern, ohne aber für die dadurch verursachten Kosten aufzukommen. Schon im Jahre 1993 war klar, dass die formale Privatisierung nur der erste Schritt der Bahnprivatisierung sein konnte. Diese kann in den Kontext anderer Privatisierungen gestellt werden, nämlich die der Lufthansa, der Telekom, der Post und der Postbank. In diesen Sektoren hat sich der Staat erfolgreich aus der öffentlichen Leistungserstellung zurückgezogen. Er handelte ordnungspolitisch, indem er Verantwortungsbereiche klarer getrennt hat. Der Bund hat lediglich eine Gewährleistungsverantwortung übernommen. Im Fall des Bahnsektors umfasst diese die Infrastrukturverantwortung. In allen genannten Sektoren hat diese materielle Privatisierung zu erheblichen Effizienzvorteilen geführt, zu besserer Produktqualität und zur internationalen Wettbewerbsfähigkeit der privatisierten Unternehmen. Dies soll nun auch im Bahnsektor geschehen. Entscheidend ist, welche Privatisierungsvariante gewählt wird.

#### **EG-rechtlicher Rahmen und europäische Zielvorgaben**

Solange in der Europäischen Union keine Eisenbahnmärkte existierten, sondern nationale Staatsbahnen als Monopolanbieter nach gemischt politisch-wirtschaftlichen Zielvorgaben tätig waren, war es Bahnunternehmen aus einem Mitgliedsland der Europäischen Union nicht möglich, Verkehrsleistungen in einem anderen Mitgliedsland zu erbringen. Die Staatsmonopole führten zwangsläufig zu einer totalen Marktabschottung. Dies verträgt sich nicht mit dem Ziel der

Herstellung des Europäischen Binnenmarktes. Um dieses Ziel auch im Bahnsektor erreichen zu können, war es notwendig, die nationalen Bahnmärkte zu liberalisieren. Diese Aufgabe wurde durch mehrere Richtlinien und so genannte „Eisenbahnpakete“ angegangen,

also durch Richtlinien der Europäischen Gemeinschaft, die von den Mitgliedstaaten in nationales Recht umzusetzen sind.<sup>3</sup> Der Stand der Liberalisierung der einzelnen – immer noch nationalen – Eisenbahnmärkte in Europa ist gegenwärtig nicht zufrieden stellend. Es zeichnen sich aber in einzelnen Ländern deutliche Liberalisierungserfolge ab.<sup>4</sup> Die betreffenden Richtlinien sehen eine Trennung von Netz und Betrieb vor, ohne allerdings auszuschließen, dass eine solche in einem integrierten Bahnkonzern durch organisatorische und rechnungsmäßige Trennung erfolgt. Ziel ist es, den diskriminierungsfreien Zugang von Eisenbahnverkehrsunternehmen zu eröffnen, die über keine eigene Infrastruktur verfügen und deshalb darauf angewiesen sind, die Trassen eines anderen Unternehmens zu nutzen.

Mit dem 1. Januar 2007 erreicht die Bahnliberalisierung in der Europäischen Union eine neue Qualität, weil zu diesem Zeitpunkt die Öffnung der Schienengütermärkte erfolgt. Dann können Unternehmen aus Mitgliedstaaten der Europäischen Union – aber auch aus Drittstaaten, wie etwa der Schweiz – Güterverkehrsleistungen in den nationalen Eisenbahnmärkten unter Nutzung des dortigen Netzes erbringen. Es ist zu erwarten, dass diese Marktöffnung zu einem erheblichen Strukturwandel führen

Die Autoren  
unseres Zeitgesprächs:

*Prof. Dr. Dr. Christian Kirchner, 62, ist Inhaber des Lehrstuhls für deutsches, europäisches und internationales Zivil- und Wirtschaftsrecht und Institutionenökonomik an der Humboldt-Universität zu Berlin.*

*Prof. Dr. Gerd Aberle, 67, ist Direktor des Lehrstuhls für Wettbewerbstheorie, Wettbewerbspolitik und Transportwirtschaft an der Universität Giessen und Mitglied des wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung.*

*Prof. Dr. Werner Rothengatter, 63, ist Leiter des Instituts für Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsforschung sowie der Sektion Verkehr und Kommunikation der Universität Karlsruhe (TH) und Mitglied des wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung.*

*Prof. Dr. Martin Hellwig, PhD, 57, ist Direktor am Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern in Bonn. Er ist Mitglied des wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie und war Vorsitzender der Monopolkommission.*

<sup>3</sup> RL 91/440/EWG zur Entwicklung der Eisenbahnunternehmen der Gemeinschaft vom 29. Juli 1991, Abl. EG L 237 vom 24.8.1991; RL 95/18/EG, Genehmigungs-RL Abl. EG L 143 vom 27.6.1995; RL 96/48/EG zur Interoperabilität transeuropäischer Netze, Abl. EG L 235 vom 17.9.1996; Nachweise der Richtlinien und Richtlinienvorschläge des Ersten, Zweiten und Dritten Eisenbahnpakets bei Booz, Allen, Hamilton: Privatisierungsvarianten der Deutschen Bahn AG „mit und ohne Netz“, a.a.O.

<sup>4</sup> Vgl. IBM Business Consultants, Christian Kirchner: Bahn-Liberalisierungsindex 2004, Fundstelle: <http://ec.europa.eu/transport/rail/market/doc/lib2004-de.pdf>

wird und dass sich jedenfalls in den Güterverkehrsmärkten oligopolistische Marktstrukturen herausbilden werden.

**Rechtlicher Rahmen:  
Art. 87 e Grundgesetz**

Art. 87 e Abs. 3 Satz 1 Grundgesetz sagt, dass Eisenbahnen des Bundes als Wirtschaftsunternehmen in privat-rechtlicher Form zu führen sind. Nach Satz 2 ist Bundeseigentum vorgesehen, soweit die Tätigkeit des Unternehmens den Bau, die Unterhaltung und das Betreiben von Schienenwegen umfasst. Nach Satz 3 ist dann aber für diesen Tätigkeitsbereich des Unternehmens vorgesehen, dass eine Veräußerung von Anteilen des Bundes auf Grund eines Gesetzes zu erfolgen hat und dass die Mehrheit der Anteile an diesen Unternehmen beim Bund zu verbleiben hat. Art. 87 e Abs. 4 Satz 1 regelt die Infrastrukturverantwortung des Bundes in Bezug auf den Ausbau und Erhalt des Schienennetzes sowie auf die Verkehrsangebote auf diesem Schienennetz (außer dem Schienenpersonennahverkehr).

Die genannten Normen definieren ein Spannungsfeld: Auf der einen Seite steht der klare Auftrag, die Deutsche Bahn AG als Wirtschaftsunternehmen zu führen. Auf der anderen Seite wird die Infrastrukturverantwortung des Bundes durch zwei unterschiedliche Ansätze geregelt. Zum einen wird eine Gewährleistungsverantwortung statuiert, die den Bund zu Infrastrukturbeiträgen verpflichtet. Zum anderen wird eine Einflussmöglichkeit des Bundes in Bezug auf das Schienennetz dadurch gesichert, dass im Fall einer Privatisierung des Netzes – entweder als Teil eines integrierten Bahnunternehmens oder getrennt – die Mehrheit der Anteile beim Bund verbleiben

muss. Diese Normen stecken die Grenzen des Bundeseinflusses ab. Sie machen aber keinerlei Aussage darüber, dass der Bund über diese Vorgaben hinausgehen sollte, etwa dergestalt, dass er sich das volle Eigentum am Schienennetz vorbehält oder dass er Netz und Verkehr trennt. Die Regelung ist damit für die drei Varianten der Privatisierung offen, für das Integrierte Modell, für das Trennungsmodell und für das Eigentumsmodell in seinen beiden Untervarianten. Es ist aber jeweils sicherzustellen, dass die Deutsche Bahn AG als Wirtschaftsunternehmen geführt werden kann.

**Die drei Varianten im Vergleich**

Während im integrierten Modell die Konzernstruktur der Deutschen Bahn AG erhalten bleibt und allenfalls kleinere Korrekturen erforderlich sind, um die organisatorische und rechnerische Trennung zu verbessern, wird im Trennungsmodell das Netz auf eine bundeseigene Gesellschaft Netzgesellschaft übertragen. Infrastruktur und Verkehr sind vollständig voneinander zu trennen. Der Betrieb des Netzes, die Trassenvergabe und Investitionen in das Netz werden wieder zur Staatsaufgabe.

Im Eigentumsmodell ist eine Übertragung des Infrastruktureigentums auf eine bundeseigene Gesellschaft vorgesehen. Diese überträgt dann entweder das Infrastrukturmanagement und die Trassenvermarktung der Deutschen Bahn AG (1. Untervariante) oder übernimmt die Trassenvermarktung, die Instandhaltung und die Investitionssteuerung selbst und schließt mit der Deutschen Bahn AG einen Geschäftsbesorgungsvertrag, der die auszuführenden Dienstleistungen abdeckt (2. Untervariante).

**Das Trennungsmodell**

Für das Trennungsmodell werden als Vorteile insbesondere ins Spiel gebracht, dass ein Mehr an Wettbewerb auf der Schiene (intra-modaler Wettbewerb) und eine verstärkte Position des Schienengüter- und -personenverkehrs im Verhältnis zu anderen Verkehrsträgern (intermodaler Wettbewerb) erwartet werden könne. Solche Erwartungen beruhen auf ungesicherten Abschätzungen von Marktentwicklungen. Sicher sind hingegen Nachteile aus dem Verlust von Synergien zwischen Netz und Verkehr sowie aus dem langwierigen und kostspieligen Trennungsprozess. Das alles würde den möglichen Privatisierungserlös erheblich schmälern. Die ins Feld geführten Vorteile bauen auf der nicht belegten These auf, dass diskriminierungsfreier Zugang von Wettbewerbern zur Schiene im Trennungsmodell signifikant besser gewährleistet werde als im Integrationsmodell. Es wird mangelnde Effektivität einer Zugangsregulierung unterstellt. Eine solche These nimmt nicht zur Kenntnis, dass seit dem 1. Januar 2006 die Bundesnetzagentur (früher Regulierungsbehörde für Post und Telekommunikation, RegTP) für die Zugangsregulierung im Eisenbahnsektor zuständig ist. Diese Behörde hat im Telekommunikationssektor unter Beweis gestellt, dass Netzzugang effektiv gewährleistet werden kann, wenn Infrastruktur und Dienste nicht getrennt werden.

Ein ernst zu nehmendes Argument gegen das Trennungsmodell ist der Verzögerungseffekt eines Börsengangs. Dieser beträgt mehrere Jahre. Diese Jahre sind entscheidend in einer Periode eines grundlegenden Strukturwandels der europäischen Verkehrsmärkte

(einschließlich der kürzlich erfolgten Öffnung der Märkte Mittel- und Osteuropas). Ein Unternehmen, das keinen Zugang zum Eigenkapitalmarkt hat, kann bei der Neuordnung der Märkte kaum eine Rolle spielen. Wird der Börsengang dann – verzögert – realisiert, hat sich das Zeitfenster wieder geschlossen. Deutschland verspielt im internationalen Wettbewerb eine wichtige Chance.

### **Das integrierte Modell**

Auch das integrierte Modell weist Schwächen auf. Eine Vollprivatisierung scheitert an den genannten verfassungsrechtlichen Vorgaben. Der zentrale Vorteil des integrierten Modells liegt in der Erzielung synergetischer Effekte. Diese sind nicht statisch, sondern dynamisch zu erfassen. Innovationen des schieneengebundenen Verkehrs betreffen gleichzeitig Schiene und Verkehr, technologische Infrastruktur, rollendes Material, Logistik. Werden Schiene und Verkehr getrennt, wird ein einheitlicher Innovationsprozess zerrissen. Friktionen und Schnittstellenprobleme, möglicherweise aber auch Sicherheitsprobleme, sind die Folge. Damit lässt sich die wirtschaftliche Vorteilhaftigkeit des integrierten Modells in statischen Effizienzvergleichen nur unvollständig oder verzerrt erfassen. Im Bahnsektor finden umfangreiche technologische Neuerungen statt. Technologische Entwicklungen im Bereich der Schiene ziehen solche des eingesetzten rollenden Materials nach sich. Verbesserungen in der Logistik wiederum setzen entsprechende Innovationen im Netzbereich voraus. Eine Trennung von Netz und Verkehr führt zu erheblichen Abstimmungsproblemen zwischen Akteuren mit möglicherweise unterschiedlichen Zielsetzungen.

494

Im Ergebnis heißt dies, dass technologische Innovationen im Trennungsmodell, aber auch im Eigentumsmodell, bei dem der Bund als Netzeigner eben diese Entscheidungen zu treffen hat, zum einen verzögert, zum anderen verteuert werden. Im integrierten Modell ist hingegen eine technologische Innovationsstrategie möglich, in der auch der Wechselbezug zwischen Schiene und Verkehr in Rechnung gestellt werden kann. Dies ist für die Wettbewerbsfähigkeit des Schienenverkehrs gegenüber anderen Verkehrsträgern von großer Bedeutung. Soll der Anteil der Schiene im intermodalen Wettbewerb verbessert werden, muss die Privatisierungsvariante gewählt werden, die innovationsfördernd wirkt.

### **Das Eigentumsmodell**

Das Eigentumsmodell – in seinen beiden Untervarianten – wird politisch ins Spiel gebracht, um offensichtliche Mängel des Trennungsmodells abzumildern (nicht um sie zu beheben). Im Vergleich zum integrierten Modell – und darauf kommt es an – gibt es minimale Vorteile. Die meisten Nachteile des Trennungsmodells werden nur abgeschwächt, nicht eliminiert. Das gilt insbesondere auch für den Innovationsverzögerungseffekt. Zudem führt auch das Eigentumsmodell zu erheblicher Verzögerung des Börsengangs. Schließlich würde der Bund beim Eigentumsmodell zu erheblicher Verzögerung des Börsengangs. Schließlich würde der Bund beim Eigentumsmodell mit dem Netz auch die darauf lastenden Verbindlichkeiten zu übernehmen haben, die dann die Bundesschuld erheblich erhöhen würde. Es gibt darüber hinaus einen gewichtigen Einwand gegen das Eigentumsmodell: Infrastrukturbeiträge, die nach Art. 87 e Abs. 4 Grundgesetz zu leisten sind,

würde der Bund an sich selbst zu leisten haben.

Aus Sicht von Investoren, die sich an der Deutschen Bahn AG beteiligen wollen, ist das eine unbefriedigende Lösung, da keine Rechtssicherheit hergestellt wird, die bei getrennten Vertragspartnern möglich ist. Im Integrationsmodell hingegen können nämlich die Infrastrukturbeiträge vertraglich in so genannten Leistungs- und Finanzierungsvereinbarungen mit hoher Rechtssicherheit geregelt werden. Der vertraglich geregelte Einfluss des Bundes ist präziser steuerbar als über das rechtliche Eigentum am Netz, wie dies im Eigentumsmodell vorgesehen ist.

Eine wirtschaftliche Abwägung spricht unter den gegebenen Rahmenbedingungen klar für das integrierte Modell. Damit werden Synergievorteile erzielt, der Bundeshaushalt entlastet und zugleich – dank einer richtigen Zugangsregulierung – Wettbewerb auf der Schiene geschaffen. Damit werden die Chancen des Schienenverkehrs im intermodalen Wettbewerb erheblich verbessert. Entscheidend ist aber der ordnungspolitische Effekt: Die Deutsche Bahn AG hat sich als Wirtschaftsunternehmen im Wettbewerb zu bewähren. Es erfolgt eine klare Trennung zwischen dem Bereich wirtschaftlicher Verantwortung (auf dem Markt) und politischer Verantwortung (Infrastrukturgewährleistung auf Grund von Leistungs- und Finanzierungsvereinbarungen). Allein im integrierten Modell ist sichergestellt, dass die Deutsche Bahn AG als starker Wettbewerber beim Strukturwandel auf den sich öffnenden europäischen Eisenbahnmärkten dank des Zugangs zum Markt für Eigenkapital einen bedeutsamen Part spielen kann.

Wirtschaftsdienst 2006 • 8

Gerd Aberle

## Konfliktpotentiale zwischen einzelwirtschaftlicher und gesamtwirtschaftlicher Effizienz

Die Bahnstrukturreform von 1994 hat neben vielen anderen Veränderungen für die ehemalige Deutsche Bundesbahn/Deutsche Reichsbahn eine privatrechtliche Organisationsform als Deutsche Bahn AG gebracht. Es war immer das Ziel, diese zunächst nur formale privatrechtliche Organisationsform in eine materielle Privatisierung zu überführen.

Gefördert wird der Börsengang durch die zunehmenden Haushaltsschwierigkeiten beim Eigentümer Bund, die dazu geführt haben, dass seine nach Art. 87e Abs. 4 GG gegebene Verpflichtung zur Finanzierung der Netzinvestitionen in den vergangenen Jahren nicht eingehalten werden konnte. So hat die Deutsche Bahn AG im Zeitraum von 1994 bis 2005 18% der Infrastrukturinvestitionen, d.h. 11,6 Mrd. Euro, aus Eigenmitteln eingesetzt, um vom Bund wegen Finanzmittelknappheit nicht abschließend zu finanzierende oder wegen fehlender Startfinanzierung nicht zu beginnende wichtige Netzinvestitionen zu realisieren. Dies hat dazu beigetragen, dass sich die Verschuldung der Deutschen Bahn AG durch diese erheblichen Finanzierungsbeiträge nachhaltig erhöht hat. Der Bund ist grundgesetzlich sowohl für die Finanzierung der Neu- und Ausbaumaßnahmen wie auch der Ersatzinvestitionen des Bundesschienennetzes verpflichtet. Der Betrieb und die laufende Unterhaltung des Netzes sind von der Deutschen Bahn AG (Netz AG) zu finanzieren.

In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass sich das Selbstverständnis der Deutschen Bahn AG hinsichtlich seiner Positionierung im Wettbewerb und seines Produktportfolios wesentlich verändert hat. Die Deutsche Bahn AG sieht sich nicht mehr als reines Schienenverkehrsunternehmen, sondern als international agierender und damit auch im internationalen Wettbewerb stehender Mobilitäts- und Logistikdienstleister, der bestrebt ist, im globalisierten Wettbewerb eine Spitzenposition einzunehmen. Derzeit ist die Deutsche Bahn AG im weltweiten Transport- und Logistikmarkt die Nummer 2. Eine solche Strategie verlangt jedoch eine ausreichende Finanzierungsbasis, die jedoch bei den derzeitigen Eigentumsverhältnissen mit dem Bund als alleinigem Eigentümer nicht gegeben ist.

### Spezielle rechtliche Rahmenbedingungen für den Börsengang

Der geplante Börsengang der Deutschen Bahn AG stellt sich im Vergleich zu den früheren Börsengängen öffentlicher Unternehmen, wie etwa der Deutschen Lufthansa AG oder der Deutschen Post AG, wesentlich komplexer dar. Dies liegt insbesondere auch an dem durch die Bahnreform eingeführten neuen Rechtsrahmen, der neben der bereits erwähnten Gewährleistungsverpflichtung des Bundes für die Netzinvestitionen einen speziellen rechtlichen Eigentumsvorbehalt des Bundes für das Schienennetz in Art. 87e (3) GG vorsieht. Danach müssen 50,1% des Netzeigentums beim Bund verbleiben,

was eine erhebliche Relevanz für die materielle Privatisierung und damit den Börsengang beinhaltet.

Der derzeitige Rechts- und Organisationsstatus der Deutschen Bahn AG ist der eines straff geführten Konzerns mit einer Management Holding und Beherrschungsverträgen mit einer Vielzahl von nachgeordneten Unternehmen in AG- und GmbH-Rechtsformen sowie einer Vertikalintegration von Netz (Netz AG) und den Eisenbahnverkehrsunternehmen.

### Konfliktpotentiale beim Börsengang

Die heftigen und teilweise emotionalisierten Diskussionen um die zukünftigen Eigentumsverhältnisse beim Netz verdeutlichen einen Konflikt zwischen der betriebswirtschaftlichen und der gesamtwirtschaftlichen Betrachtungsweise. Insbesondere geht es um die Börsengangalternativen „mit Netz“ als vertikal integriertes Unternehmen (so genanntes Integrationsmodell) und den Börsengang „ohne Netz“ nach Ausgliederung des Netzes und Übertragung auf den Bund (Trennungsmodell). Zusätzlich wird noch das so genannte „Eigentumsmodell“ diskutiert, bei dem das Eigentum am Netz auf den Bund in eine staatliche Netzgesellschaft übergeht, der Betrieb des Netzes und die Trassenvergabe jedoch bei der Netz AG, also im privatisierten DB-Unternehmen verbleiben. Für dieses „Eigentumsmodell“, das in der politischen Diskussion an Bedeutung gewonnen hat, gilt allerdings ebenfalls die 50,1% Regel nach Art. 87e (3).

Analysen von Morgan Stanley (2004) haben die Präferenz potentieller Anleger, d.h. dominierend ausländischer institutioneller Finanzinvestoren, für die Vertikalintegration erkennen lassen. Dies verwundert nicht, wollen doch Investoren einen Zugriff auf die für den wirtschaftlichen Erfolg eines Eisenbahnunternehmens wichtige Netzqualität und den Netzzumfang haben und nicht eine Abhängigkeit von einer staatlichen Netzinstitution eingehen. Außerdem zeigen die modernen Steuerungs- und Sicherungssysteme im Eisenbahnverkehr sehr enge technologische Interdependenzen von Netzausrüstung und Fahrzeugkonfigurationen. Eine Vertikalintegration von Eisenbahntransportbetrieb und Netz führt zu einer wesentlich geringeren Schnittstellenproblematik.

Auch ist zu berücksichtigen, dass sich der Eisenbahnverkehr in Deutschland wesentlich komplizierter gestaltet als in fast allen anderen Ländern, in denen nennenswerte Eisenbahnleistungen erbracht werden. Auf rund 35 000 km Strecken werden täglich fast 35 000 Züge gesteuert, d.h. DB-eigene und von rund 250 dritten Schienenverkehrsunternehmen im Schienenpersonennahverkehr und im Schienengüterverkehr. So zeigt sich in Deutschland der europaweit höchste Grad an Komplexität bei Planungs-, Steuerungs- und Sicherungsaufgaben. Er resultiert vor allem aus der Mischung von intensivem Personen-/Güterverkehr sowie Regional-/Hochgeschwindigkeitszügen mit hoher Vernetzungsintensität und wechselseitigen Beeinflussungen. Eine Separation des Netzes würde aus betriebswirtschaftlicher Sicht weit reichende technische und ökonomische Folgeprobleme bereiten.

Die betriebswirtschaftliche Bewertung eines Börsenganges mit Netz hebt die gemeinsame Pla-

nung von Netz- und Fahrzeuginvestitionen hervor, deren Notwendigkeit durch die technologischen Entwicklungen in den letzten Jahren wesentlich gestiegen ist. Auch kann bei einem integrierten Börsengang der Hold-up-Effekt verhindert werden, der darauf beruht, dass Eisenbahnleistungen stets eine Verbundproduktion zwischen Netz und Eisenbahntransportleistungen darstellen. Bei zunehmend hoch spezifischen Investitionen kann opportunistisches Verhalten im Sinne etwa der Nichtdurchführung von Investitionen durch den Netzeigentümer dazu führen, dass Investitionen des Eisenbahntransportunternehmens entwertet werden. Auch ist darauf hinzuweisen, dass die Informationsübermittlung in integrativ geführten Eisenbahnunternehmen wesentlich besser funktioniert als in netzseparierten Unternehmen; dies verdeutlichen insbesondere auch die nach der britischen Bahnreform eingetretenen dortigen schwerwiegenden Probleme. Wie schwierig die Abstimmung zwischen Netzausrüstung und Fahrzeugausrüstung ist, zeigt auch das aktuelle Beispiel des geplanten Einsatzes des deutschen ICE 3 in Frankreich. Für die in Deutschland bereits zugelassenen und eingesetzten Fahrzeuge mussten jeweils 7 Mio. Euro für die Umrüstung auf die französischen Steuerungs- und Sicherungseinrichtungen des Netzes aufgewandt werden; die Probeläufe dauerten rund zwei Jahre.

Damit bleibt festzustellen – und dies ist natürlich nicht überraschend –, dass aus betriebswirtschaftlicher Unternehmenssicht ein integrativer Börsengang jeder anderen Lösung vorzuziehen ist. Wenn dies dennoch umstritten ist, so liegt dies an der gesamtwirtschaftlichen Beurteilung eines IPO (Initial Public Offering) der Deut-

schen Bahn AG. Dabei handelt es sich um zwei Sachkomplexe:

- Die Wirkungen auf den intramodalen Wettbewerb sowie
- die beim IPO auftretenden Haushaltseffekte.

In diesem Beitrag soll nicht der Frage nachgegangen werden, ob die Deutsche Bahn AG bereits gegenwärtig oder zu welchem Zeitpunkt börsenfähig ist oder werden könnte.

### **Das Konfliktfeld: Intramodale Wettbewerbseffekte**

Die sowohl im Bereich der Wissenschaft wie auch der Wirtschaftspraxis strittige Diskussion bezieht sich auf die Wettbewerbseffekten eines Börsenganges mit oder ohne Netz. Die weiteren gesamtwirtschaftlichen Folgen, etwa für den Bundeshaushalt im Hinblick auf die realisierbaren Privatisierungserlöse bzw. die in Zukunft anfallenden Dividenden- und Steuererzahlungen an den Bund besitzen eine vergleichsweise nachgeordnete Relevanz, zumal hier mit nicht unproblematischen Schätzungen hinsichtlich der zukünftigen Ergebnisentwicklung der Deutschen Bahn AG gearbeitet wird.

Das Netz als wesentlicher Produktionsfaktor innerhalb der Verbundproduktion von Eisenbahnleistungen stellt eine Essential facility für die Erstellung von Eisenbahntransportleistungen dar. Der hohe Grad an Spezifität sowie an Irreversibilität geben dem Schienennetz den Charakter eines nicht bestreitbaren natürlichen Monopols. Es wird befürchtet, dass es im Falle eines Börsenganges als vertikal integriertes Unternehmen zur Ausnutzung von bedeutenden Diskriminierungspotentialen gegenüber dritten Transportleistungsanbietern im Schienenverkehr kommen könnte. Diese Dritten sehen sich einem Monopolistic bottleneck

## Entwicklung des Schienenverkehrs 2000-2005

## Personennahverkehr

	2000	2005	Wachstum
	Mio. Zug-km		%
Gesamt	591	632	+ 6,9
davon DB Regio	553	549	- 0,7
Dritte	38	84	+ 121
Mrd. Personen-km Dritte	1,0	2,1	+ 110
Marktanteil Dritter Zug-km	6,4%	13,2%	
Marktanteil Dritter Personen-km	2,6%	6,7%	

## Güterverkehr

	2000	2005	Wachstum
	Mrd. Tonnen-km		%
Gesamt	78,3	90,4	+ 15,5
davon Railion	76,8	76,8	+ 0,0
Dritte	1,5	13,6	+ 806,7
Marktanteil Dritter	1,9%	15,1%	
nachrichtlich:			
Straßengüterverkehr	346,3	393,7	+ 13,7
Binnenschifffahrt	66,5	64,7	- 2,7

gegenüber, bei dem Konzerninteressen hinsichtlich der Marktergebnisse der eigenen Transportunternehmen zu Diskriminierungen bei den Trassenpreisen, den Netzzugangsmöglichkeiten, den Netznutzungsbedingungen und der Nichtberücksichtigung von Investitions- und Netzerhaltungsinteressen dieser Dritten führen könnten ebenso wie zu unerwünschten wettbewerbsrelevanten Informationsflüssen innerhalb des Konzerns. Die Ausnutzung des Diskriminierungspotentials könne nur durch eine eigentumsrechtliche Abtrennung des Netzes und Übertragung auf den Bund in eine staatliche Netzgesellschaft vermieden werden. Es sei zu erwarten, dass als Folge der Marktanteil der dritten Schienenverkehrsunternehmen wesentlich stärker ansteigen würde mit nachhaltigen Preissenkungen und Qualitätsverbesserungen.

Die „reine Lehre“ empfiehlt in einer solchen Situation überwiegend die institutionelle Trennung von Netz und Eisenbahntransportbetrieb, um die genannten Probleme zu minimieren. Werden allerdings die mit einer eigentumsrechtlichen Trennung verbundenen Trennungs-

kosten, Schnittstellenprobleme, wechselseitigen Systemabhängigkeiten und die Interessen der potentiellen Finanzinvestoren berücksichtigt, so stellt sich die Situation erheblich komplexer dar.

## Relativ große Marktöffnung in Deutschland

Im diesem Zusammenhang ist es auch von Interesse zu sehen, wie sich bislang die Marktentwicklung im Schienenverkehr hinsichtlich der Beteiligung der dritten Bahnen in Deutschland vollzieht. Dabei ist darauf hinzuweisen, dass kein anderes Land in Europa einen vergleichbar hohen Grad an Marktöffnung und hohe Zahl der dort aktiven Drittbahnen aufweist. Es ist sinnvoll, in diesem Zusammenhang lediglich den Schienenpersonennahverkehr und den Güterverkehr zu betrachten, da beim Schienenpersonenfernverkehr derartig hohe Marktzutrittsschranken (Fahrzeuginvestitionen, wirksame Kundenbindungsinstrumente der Deutschen Bahn AG (BahnCard), keine wettbewerbsfähigen Vernetzungsmöglichkeiten mit entsprechenden Umsteigerelationen und weitestgehend fehlende Vertak-

tung u.ä.) bestehen, dass es nur für große ausländische (und in der Regel staatliche) Bahnen möglicherweise sinnvoll sein kann, auf einzelnen Strecken Schienenpersonenfernverkehrsleistungen im Wettbewerb zur Deutschen Bahn AG anzubieten. Als Referenzfall für fehlenden intramodalen Wettbewerb eignet sich dieses Verkehrsegment nicht.

Der empirische Befund zeigt für die Jahre 2000 bis 2005 eine erstaunliche Veränderung der Marktaufteilung zwischen den DB-eigenen Unternehmen und den dritten Wettbewerbern. Die Wahl des Zeitraums ab 2000 ist sinnvoll, da die für den Schienenpersonennahverkehr bedeutsame Regionalisierung erst 1996 in Kraft trat und die dritten Bahnen mehrere Jahre benötigten, um entsprechendes Fahrzeugmaterial, die notwendigen Organisationsstrukturen und die erforderlichen Erfahrungen zu sammeln. Die Marktentwicklungen sind in der Tabelle dargestellt.

Die Marktentwicklungen sowohl im Schienenpersonennah- wie auch im Güterverkehr verdeutlichen die hohe Wettbewerbsintensität, die entscheidend zu Lasten der DB-eigenen Unternehmen stattgefunden hat. Der mit der Einführung des intramodalen Wettbewerbs beabsichtigte Druck auf den Marktführer ist eingetreten und hat zu erheblichen Qualitäts- und Preiswirkungen geführt. Auch ist zu berücksichtigen, dass weiterhin ein außerordentlich großes Interesse von dritten Bahnen besteht, in den deutschen Markt einzudringen, und sogar nicht nur in den durch die Regionalisierungsmittel gut ausgestatteten Markt für Schienenpersonennahverkehr-Leistungen, sondern auch in den schwierigeren, weil durch relativ kurzfristige Einzelkontrakte gekennzeichneten Markt des Schienengüterverkehrs. Hier tummeln sich neben mittel-



ständischen, teilweise mit Speditionen und Verladern verbundenen Unternehmen auch Tochtergesellschaften ausländischer Staatsbahnen und ressourcenstarker Mischkonzerne. Von einer nicht zufrieden stellenden Entwicklung des intramodalen Wettbewerbs kann also aufgrund des empirischen Befundes keinesfalls gesprochen werden; im Gegenteil: die Marktanteilsgewinne der Dritten sind überraschend hoch und haben die Teilmärkte im Schienenpersonen- und Schienengüterverkehr in eine vor der Bahnreform nicht vorstellbare Dynamik versetzt.

Weiterhin ist zu berücksichtigen, dass seit Mitte 2005 bzw. ab 1.1.2006 ein völlig verändertes und wesentlich verschärftes Regulierungsdesign in Deutschland eingeführt worden ist, welches in seiner Differenziertheit und Umfänglichkeit auch keinen Vergleich in anderen europäischen Ländern findet. Folgende Einzelpunkte umfassen das Regulierungsdesign:

- Verschärfte Anforderungen zur Diskriminierungsvermeidung durch die Novellierung des Allgemeinen Eisenbahngesetzes (AEG) 2005 (Umsetzung von EU-Richtlinien),
- Überwachung durch das Eisenbahn Bundesamt,
- Überwachung durch die Bundesnetzagentur,
- Wettbewerbsbericht durch die Monopolkommission,
- Missbrauchsaufsicht durch das Bundeskartellamt,
- Etablierung eines Netznutzerbeirats bei der Netz AG,
- Einrichtung eines Infrastrukturbeirats (Vertretung der Länderinteressen),
- Kritische Beobachtung durch die EU-Kommission (Generaldirek-

tion Energie/Verkehr und Generaldirektion Wettbewerb).

Es erscheint außerordentlich spekulativ nur von der These auszugehen, dass die Regulierung des natürlichen Monopols in Form eines vertikal integrierten Unternehmens nicht effizient möglich sei. Das neue Regulierungssystem sollte zunächst hinsichtlich seiner Effektivität beobachtet und nicht vorschnell als unzulänglich bewertet werden.

#### **Vielfältige Trennungseffekte**

Eine eigentumsrechtliche Trennung mit der wesentlichen Erhöhung der komplexen Schnittstellenprobleme führt zu (wenn auch unterschiedlich eingeschätzten) Trennungskosten. Das Booz-Allen-Hamilton-Gutachten (2006) geht von Trennungskosten in Höhe von 2,6 Mrd. Euro innerhalb von vier Jahren und in den Folgejahren von jeweils 490 Mio. Euro als dauerhafte Synergieverluste aus. Deutsche-Bahn-AG-Schätzungen gehen von 4,9 Mrd. Euro Trennungsverlusten für die ersten vier Jahre und von weiter nicht quantifizierten Folgeeffekten aus. Dies ist aber nur ein Aspekt der Trennungswirkungen. Direkt relevant für den Bundeshaushalt ist, dass der Bund die beim Netz liegende Verschuldung in Höhe von 15 Mrd. Euro zu übernehmen hat (9,5 Mrd. Euro Netto-Finanzschulden und 5,5 Mrd. Euro zinslose Darlehen des Bundes). Weiterhin entfallen die bislang vom Konzern Deutsche Bahn AG mitfinanzierten Netzinvestitionen. Auf der anderen Seite würde die Netzabtrennung eine wesentliche Verbesserung des Free Cashflow beim Restunternehmen Deutsche Bahn AG bewirken mit der Folge, dass die nach einem Börsengang notwendigen Dividendenzahlungen erleichtert würden. Positiv für den Bundeshaushalt würde sich bei einer Netzabtrennung auch auswirken, dass die bei

der Deutschen Bahn AG in erheblichem Umfang vorhandenen Verlustvorräte deutlich reduziert und somit zeitlich früher Steuerzahlungen anfallen würden. Andererseits ist es kaum zu erwarten, dass die staatliche Netzgesellschaft in der Lage sein wird, in überschaubaren Zeiträumen ihrerseits die übertragenen Verlustvorräte ergebnisorientiert zu nutzen.

#### **Der Streitpunkt: Sicherung des Bestandsnetzes**

Das Bestandsnetz ist das Rückgrat des Systems Schienenverkehr. Die Investitionsverantwortung für die Erhaltung des Bestandsnetzes liegt nach Art. 87e Abs. 4 GG beim Bund. Gegenwärtig leistet der Bund jährlich Zahlungen in Höhe von rund 2,5 Mrd. Euro, um die aktivierungsfähigen Aufwendungen für das Bestandsnetz zu finanzieren. Unterhaltung und Betrieb des Netzes müssen von der Deutschen Bahn AG auf eigene Rechnung durchgeführt werden.

Zurzeit werden die investiven Maßnahmen für das Bestandsnetz durch spezielle und oft sehr komplizierte Vereinbarungen zwischen dem Bund und der Deutschen Bahn AG vertraglich geregelt. Die Deutsche Bahn AG strebt für die Zukunft an, eine so genannte „Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung“ mit dem Bund zu treffen, welche langfristig die grundgesetzliche Finanzierung der Ersatzinvestitionen im Bestandsnetz regelt. Hierzu ist ein öffentlich-rechtlicher Vertrag zwischen dem Bund und der Deutschen Bahn AG abzuschließen, welcher für einen Zeitraum von rund zehn Jahren auf Basis eines Infrastrukturkatasters der Deutschen Bahn AG und jährlichen Netzzustandsberichten die erforderlichen Investitionsmaßnahmen festlegt. Kritisch ist angemerkt worden, dass diese jährlichen Zahlungen von rund 2,5 Mrd. Euro an ein teilprivatisiertes Unternehmen

Deutsche Bahn AG eine Subventionierung von Gewinnen für die Investoren darstellen und darüber hinaus auch nicht sichergestellt werden könne, dass die Bestandsnetzzahlungen nicht für Maßnahmen in anderen, eventuell sogar schienenfernen Geschäftsbereichen, genutzt werden könnten.

Zunächst ist darauf hinzuweisen, dass die Zahlungen für die Erhaltung des Bestandsnetzes unabhängig davon getätigt werden müssen, ob ein Börsengang erfolgt oder nicht und in welcher Organisationsstruktur dieser Börsengang erfolgt. Die sachgerechte Mittelverwendung lässt sich durch eine entsprechende Vertragsgestaltung und laufende Überwachung durch Netzzustandberichte und entsprechende Kontrollen, etwa durch das Eisenbahnbundesamt, sichern. Auch können Malus-Regelungen vorgesehen werden. Einem sachfremden Mitteleinsatz kann hiermit vorgebeugt werden. Damit wird auch das Argument obsolet, diese Zahlungen für Ersatzinvestitionen im Bestandsnetz würden zur Gewinnerzielung für Privatinvestoren eingesetzt. Vielmehr muss die Begründung entgegengesetzt lauten: Die staatlichen Zahlungen für die Substanzerhaltung des Bestandsnetzes sind erforderlich, um das System Schienenverkehr für alle beteiligten Bahnen leistungsfähig zu erhalten.

#### **Attraktivität des Eigentumsmodells?**

In der polarisierten Diskussion um einen Börsengang der Deutschen Bahn AG mit oder ohne Netz ist als dritte Möglichkeit das so genannte Eigentumsmodell auf politisches Interesse gestoßen. In diesem Modell wird das Netz an den Staat in eine staatliche Netzgesellschaft übertragen, während der Betrieb des Netzes weiterhin aufgrund eines Geschäftsbesorgungsvertrages durch die Deutsche Bahn Netz AG durchgeführt wird. Hier halten sich im Vergleich zum Trennungsmodell die Trennungskosten in Grenzen, während andererseits die bei der Netz AG aufgelaufenen Schulden in Höhe von 15 Mrd. Euro auf die Netzgesellschaft und damit auf die Steuerzahler übergehen würden. Hierdurch würde sich die wirtschaftliche Situation der „Rest-DB AG“ aufgrund dieser Entschuldung und der Verlustreduzierung bzw. -beseitigung bei der Netz AG und durch höhere EBIT-Werte (Earnings before Interest and Taxes; entspricht dem operativen Ergebnis nach Abschreibungen) verbessern. Das gilt auch für den realisierbaren Free Cashflow (Differenz Cashflow und finanzierte Investitionen durch die Deutsche Bahn AG).

Andererseits würde sich der bei der Deutschen Bahn AG vorhandene Verlustvortrag reduzieren,

was bedeuten würde, dass der Bund zeitlich frühere Steuerzahlungen und möglicherweise auch höhere Dividenden vereinnahmen könnte. Es wurde bereits darauf hingewiesen, dass die Sperrklausel des Art. 87e Abs. 4 auch für dieses Eigentumsmodell gilt, so dass der Bund auf jeden Fall auch entsprechender Mehrheitsaktionär einer um das Netzeigentum reduzierten Deutsche Bahn AG sein würde.

Abschließend noch eine Bemerkung zu der häufig geäußerten These, private Investoren würden das Interesse haben, die Eisenbahnaktivitäten der Deutschen Bahn AG zu Gunsten anderer Geschäftsfelder zu reduzieren, was zu einer Beschränkung des Netzes und einer Konzentration auf die Hauptabfuhrstrecken führen würde. Hierzu ist anzumerken, dass Veränderungen des Streckenumfanges sowohl gegenwärtig wie auch in Zukunft aufgrund der Vorschriften des Allgemeinen Eisenbahngesetzes nicht allein von der Deutschen Bahn AG, sondern nur nach Prüfung durch das Eisenbahnbundesamt durchgeführt werden können (§ 11 AEG). Hinzu kommt, dass der Bund als Mehrheitsaktionär wesentliche Möglichkeiten zur Durchsetzung seiner verkehrspolitischen Zielsetzungen besitzt.

---

Werner Rothengatter

## **Das Eigentumsmodell enthält die klareren Optionen für eine gestaltungswillige Bahnpolitik**

---

**D**ie Einführung von Wettbewerb auf der Schiene führt naturgemäß zu einem Zielkonflikt. Wettbewerb kann nur funktionieren, wenn die Konkurrenten nennenswerte

Marktanteile erobern können, so dass sie den schlafmützigen Monopolisten mit neuen Produkten und Verfahren, verbunden mit einer engeren Orientierung an die Kun-

denwünsche, wach halten. Dies bedeutet, dass dem Monopolisten durch Wettbewerbsgesetzgebung und -aufsicht Leistungsbereiche entzogen werden müssen. Eine

Möglichkeit besteht in der Trennung von Eisenbahninfrastrukturunternehmen (EIU) und Eisenbahnverkehrsunternehmen (EVU), wie sie in mehreren Ländern praktiziert wird (z.B. Schweden oder Großbritannien). Damit entstehen Synergieverluste und Schnittstellenprobleme, zum Beispiel in Form notwendiger Kontrakte zwischen verschiedenen Gesellschaften. Solange ein nationales Bahnunternehmen dagegen integriert aufgestellt ist, wird es bestrebt sein, solche Synergieverluste gering zu halten. Hierzu wird es versuchen, die Politik eng in die Unternehmensziele einzubinden, um die Konkurrenzlandschaft kontrollieren zu können. Dies lässt sich am Verhalten des Vorstandes der Deutschen Bahn AG klar verfolgen (etwa: Besetzung von Vorstandspositionen mit ehemaligen Politikern, Favorisierung eines Privatisierungsmodells, bei dem der Staat dauerhaft mit wenigstens 50,1% beteiligt bleiben soll). Da eine starke Einbindung der Politik strukturerhaltend wirkt, steht dem Nachteil der Synergieverluste eines Trennungsmodells der nicht minder große Nachteil fehlender Strukturpolitik in einem Integrationsmodell gegenüber.

Die Bundesregierung hat im Jahre 2005 ein Gutachten an ein von Booz, Allen und Hamilton<sup>1</sup> geführtes Konsortium vergeben, in dem die folgenden Privatisierungsmodelle zu untersuchen waren:

- Getrenntes Modell (A),
- Integriertes Modell (B),
- Eigentumsmodell (C1),
- Eigentumsmodell-Gestaltungsvariante (C2),
- Finanzholding-Modell (D).

<sup>1</sup> Vgl. Booz, Allen und Hamilton: Privatisierungsvarianten der Deutschen Bahn AG „mit und ohne Netz“, Berlin 2005.

Das Modell (D) einer Finanzholding ist eher theoretischer Natur, denn es würde die Management-Ebenen der Eisenbahninfrastrukturunternehmen und Eisenbahnverkehrsunternehmen trennen, die Finanzströme dagegen integriert behandeln. Die Eigentumsmodelle C1, C2 resultierten aus der besonderen deutschen Rechtslage, da sich gegenwärtig de jure das für den Eisenbahnbetrieb benötigte Netz im Eigentum der Deutschen Bahn AG befindet, allerdings mit stark beschränkten Verfügungsrechten, die einen Ausverkauf durch den Eigentümer verhindern. Im einfachen Eigentumsmodell C1 würde das Eigentum an der Infrastruktur formal an den Staat gehen, während die DB Netz AG weiterhin für das Streckennetz verantwortlich bliebe. In der Gestaltungsvariante C2 fällt auch die Netzverantwortung an den Staat zurück, der mit der Deutschen Bahn Netz AG (wie bei C1), aber auch mit anderen Unternehmen einen Geschäftsbesorgungsvertrag für das Schienennetz abschließen könnte. Die Modelle A und B sind die „reinen“ Varianten, wobei A primär auf mehr Markt und Wettbewerb auf der Schiene setzt, während B auf der Synergie zwischen Netz und Verkehr aufbaut.

#### **Verkehrspolitische Auswirkungen der einzelnen Modelle**

Booz, Allen und Hamilton kommen zu dem Ergebnis, dass im integrierten und im Eigentumsmodell nur geringe Belegungen für den inter- und intramodalen Wettbewerb zu erwarten sind und dass sich auch der Verkehrsmittelanteil der Bahn nicht wesentlich verbessern dürfte. Für das Eigentumsmodell in der Gestaltungsvariante sowie für das Trennungsmodell erwarten die Gutachter eine stärkere Belegung des Wettbewerbs und eine Verbesserung der Marktposition. Dies gilt vor allem für die Marktsegmente

des Schienenpersonen-Fernverkehrs und des Schienengüterverkehrs. Gerade im Güterverkehr erwarten die Gutachter eine starke Belegung der Marktdynamik durch mehr Wettbewerb, wie er in den Modellen A und C2 möglich wird, was sich in einer Steigerung des künftig geschätzten Marktanteils der Schiene von 14,8 auf 17,1% ausdrückt.

Zwar sind solche Erwartungen hochgradig unsicher und werden verständlicherweise vom Bahnvorstand und seinem Bahnbeirat angezweifelt, doch gibt es gute Gründe dafür anzunehmen, dass die Marktschwäche der Bahnen weniger in der mangelnden Integration von Netz und Verkehr liegt als in der unzureichenden Hinwendung zum Markt und seinen Erfordernissen. Diese Schwachstelle kann am besten durch mehr Wettbewerb beseitigt werden.

Der Vorstand der Deutschen Bahn AG hat sich eindeutig für das Integrationsmodell entschieden und Promoter aus den Bereichen der Wirtschaft, der Wissenschaft und der Gewerkschaften engagiert. In diesem Zusammenhang hat es stark überzogene Angriffe gegen alternative Modelle gegeben. Insbesondere konzentrieren sich diese auf die britische Form der Bahn-De-regulierung mit ihrer strikten Trennung von Infrastruktur und Verkehr. Bekanntlich ist das britische Experiment mit einer separierten privaten Infrastrukturgesellschaft (Rail-track) gescheitert. Dies gilt aber nicht für die Trennung von Netz und Verkehr.<sup>2</sup> Die Tabelle zeigt, dass in den ersten zehn Jahren nach den wichtigen Bahnreformen in der EU die desintegrierten Gesellschaften in Bezug auf die Steigerung der

<sup>2</sup> Vgl. den Beitrag von C. Nash, in: Community of European Railway and Infrastructure Companies: Reforming Europe's Railways – An Assessment of Progress, Hamburg 2005.

### 10-Jahres-Vergleich der Bahn-Verkehrsleistungen für vier Länder Europas

	Güter			Personen		
	1994	2003	Veränderungsrate (in %)	1994	2003	Veränderungsrate (in %)
	(Mrd. km)			(Mrd. km)		
Frankreich	48,8	46,8	-4,1	58,7	72,2	+23,0
Deutschland	70,6	73,9	+4,6	72,5	69,0	-4,4
Schweden	19,1	20,1	+5,2	6,1	9,1	+49,1
Großbritannien	13,0	18,7	+43,2	28,7	40,9	+42,5

Quelle: European Commission: Statistical Pocketbooks, Brüssel 2002, 2003 und 2004.

Schienerverkehrsleistung besser abgeschnitten haben.

Weiter wird häufig die pauschale These vorgebracht, des integrierte Bahnen seien ein Sicherheitsrisiko. Statistisch lässt sich dies nicht belegen, da die Unfallrate bei integrierten Bahnen in Europa im Jahre 2003 im Durchschnitt bei 0,317 Todesfällen je Mrd. Personenkilometern liegt, während der Wert für des integrierte Bahnen 0,275 beträgt.<sup>3</sup>

Mit diesen Ausführungen sollen die Schwächen des britischen Experimentes keineswegs bemängelt werden. Sie sollen aber zeigen, dass eine Sonderrolle des Eisenbahninfrastrukturunternehmens (EIU) keineswegs zu Chaos und Unsicherheit führen muss, wie dies in schriftlichen und mündlichen Äußerungen behauptet wurde. Der Verband der englischen Bahnverkehrsgesellschaften hat sich jedenfalls nachdrücklich gegen die seines Erachtens unzutreffenden Behauptungen von Mitarbeitern der Deutschen Bahn AG verwahrt.<sup>4</sup>

Booz, Allen und Hamilton stellen in Frage, ob die Deutsche Bahn AG im integrierten Modell einen hohen Anreiz hätte, das Netz instand zu halten und zu entwickeln. Dagegen wehrt sich die Deutsche Bahn AG mit dem Argument, dass im des integrierten Modell, zum Beispiel bei der Trennung von Netz und Ver-

<sup>3</sup> Vgl. Energy and Transport in Figures: Statistical Pocketbook 2005, Luxemburg 2005.

<sup>4</sup> Letter of Lord Tony Berkeley, Chairman of Rail Freight Group, to Mr. J. Fried, DB AG, October 2005. Response 23.11.2005.

kehr, das Netz von einem öffentlichen Unternehmen bewirtschaftet würde, dessen Mitarbeiter allein der Dienstpflichterfüllung genügen würden, aber keinen Anreiz hätten, die beste Qualität an die Kunden, die Eisenbahnverkehrsunternehmen, zu liefern. Dieses Argument setzt voraus, dass im Falle einer Trennung die Netzgesellschaft wieder zu einer Behörde umfunktionierte würde. Dies muss und sollte nicht der Fall sein, denn der Staat käme seiner grundgesetzlichen Verantwortung für das Netz bereits nach, wenn er mit mehr als 50% an einer solchen Gesellschaft, die privat firmieren sollte, beteiligt wäre. Dies entspräche gleichfalls dem Staatsanteil in einem integrierten Modell, für das die Deutsche Bahn AG das Behördenargument nicht gelten lässt. Erfahrungen im Ausland mit privatrechtlichen Infrastrukturgesellschaften in öffentlichem Eigentum, zum Beispiel bei den österreichischen Autobahnen und Schnellstraßen, die von einer Aktiengesellschaft (ASFINAG) betrieben werden, bestätigen die Befürchtung der Deutschen Bahn AG derzeit nicht.

Auch im integrierten Modell wird die Deutsche Bahn AG einen großen Teil der Instandhaltung von der öffentlichen Hand finanziert bekommen und erwartet sie eine langfristig abgesicherte Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung. Geht man von einem Zukunftsszenario aus, das für die schienenbezogenen Sparten niedrigere Ren-

ditionen verspricht als für die nicht schienenbezogenen Sparten, so wird das Unternehmen wenig daran interessiert sein, aus eigener Kraft hohe Mittel in die Netzentwicklung zu investieren. Die zweckentsprechende Verwendung der Mittel aus der Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung muss daher vom Eisenbahnbundesamt strikt geprüft werden.

Dies bedeutet im Ergebnis, dass die möglicherweise höhere Effizienz eines privaten Netzmanagements unter dem Dach der DB-Holding zu einem Teil wieder durch mehr Regulierungsaufwand kompensiert wird.

#### Haushaltspolitische Chancen und Risiken

Booz, Allen und Hamilton bewerten die Privatisierungserlöse dann am höchsten, wenn die Verkehrsgesellschaften zu 100% privatisiert werden können. Dies ist in der Gestaltungsvariante des Eigentumsmodells sowie im Trennungsmodell möglich. Falls nur zu 49,9% privatisiert werden soll, so bewerten die Gutachter das Eigentumsmodell etwas höher als das integrierte Modell. Dahinter steht eine durchaus nachvollziehbare Logik. Da im Eigentumsmodell das Anlagevermögen und gleichfalls die Schulden aus der Infrastruktur von der Netz-AG auf die Infrastruktureigentums-gesellschaft des Bundes gehen, würde die Deutsche Bahn AG faktisch entschuldet an die Börse gehen.<sup>5</sup> Weiterhin gingen zahlreiche Risiken aus der Infrastruktur an die Eigentums-gesellschaft und somit an den Bund über, so dass der Net-

<sup>5</sup> Der Geschäftsbericht 2005 der DB Netz AG weist für das Jahr 2004 Verbindlichkeiten in Höhe von 12,9 Mrd. Euro aus. Dem gegenüber stehen langfristige Finanzschulden des Konzerns in Höhe von 19 Mrd. Euro (2004) bzw. 18,3 Mrd. Euro (2005). Insgesamt beträgt das Fremdkapital im DB-Konzern 39,42 Mrd. Euro (2005).

tovermögenswert des Unternehmens dadurch ansteige.

Auf der anderen Seite würde die Bilanz der Deutschen Bahn AG bei einem Übergang des Eigentums „leichter“. Anleger könnten in dem Eigentum an der Infrastruktur einen langfristigen Substanzwert sehen, der eine langfristige Anlage auch bei unterdurchschnittlicher Rendite attraktiv erscheinen ließe. Dies gilt jedoch nur für schlecht informierte Anleger. Denn der Wert des Infrastrukturvermögens ist letztlich abhängig vom Zukunftsertrag der auf der Infrastruktur durchzuführenden Dienstleistungsaktivitäten. Würden Dienste in der Zukunft defizitär, so könnte die Infrastruktur von der Deutschen Bahn AG nicht ohne die Zustimmung des Bundes als Immobilie veräußert werden. Ein Eigentumswert, der im Ernstfall nicht realisierbar ist, wird für den rationalen Anleger nur schwerlich als werterhaltend eingeschätzt werden können.<sup>6</sup>

Käme es zu einem Verkauf von 49,9% der Aktien der Deutschen Bahn AG, so stünden die Veräußerungserlöse dem Bund zu. Allerdings ist zu konstatieren, dass die Eigenkapitalbasis der Deutschen Bahn AG sehr schmal ist und im Zuge des Börsengangs erweitert werden sollte.<sup>7</sup> Dafür bietet sich eine Kapitalerhöhung durch Emission neuer Aktien an. Bei einer Kapitalerhöhung um 100% erhielte der Bund keine Verkaufserlöse mehr. Ginge die Kapitalerhöhung darüber hinaus, so müsste der

<sup>6</sup> Das Gutachten von Booz, Allen und Hamilton zeigt analog zu einem dort zitierten Gutachten von MorganStanley, dass eine attraktive Rendite im Bereich des Netzes nicht zu erwarten ist. Der ROCE-Index (return on capital employed) liegt für die DB Netz AG bei 2,6% bis 4,2% und kommt auf etwa ein Drittel des ROCE in den anderen Geschäftsbereichen.

<sup>7</sup> Die Eigenkapitalquote ist von über 23% im Jahre 1996 auf ca. 16% im Jahre 2005 gefallen (Geschäftsberichte der Deutschen Bahn AG).

Bund zusätzliche Aktien zum Ausgabekurs erwerben. Dies gilt auch für den Fall, dass das benötigte Kapital nicht für den Schienenbereich verwendet werden soll.

Eine rationale Entscheidung kann nur in Kenntnis der potentiellen Risiken getroffen werden. Beim Trennungs- und Eigentumsmodell (Gestaltungsvariante) wirken sich finanzielle Probleme bei den Eisenbahnverkehrsunternehmen so aus wie in anderen Bereichen der Privatwirtschaft. Zwar kann dem Staat die finanzielle Schieflage eines großen Eisenbahnverkehrsunternehmens nicht gleichgültig sein, doch behielte er im Falle der 100%-Lösungen alle Freiheiten des staatlichen Krisenmanagements. Dies sieht im Falle der 49,9%-Privatisierungslösungen für das Eigentumsmodell und das integrierte Modell anders aus.

Im Falle der Schieflage einer integrierten Gesellschaft wäre der Bund aufgrund seiner Kapitalbeteiligung mit 50,1% im Risiko. Da man davon ausgehen kann, dass der Bund auf solche Fälle nicht durch Vorsorgemaßnahmen (Rücklagen) eingerichtet ist, werden möglicherweise auch außerfiskalische Maßnahmen zur Problemlösung erwogen. Diese Maßnahmen können in Konflikt mit der Wettbewerbspolitik geraten, wie zum Beispiel die Sicherung ergiebiger Marktsegmente für die Deutsche Bahn AG unter Einschränkung des Wettbewerbs.

Es wird außerordentlich schwierig sein, das integrierte Modell künftig „zurückzuholen“, falls es sich als ungeeignet erweist. Dies liegt daran, dass eine auf Integration ausgerichtete Holding bestrebt sein wird, ein integriertes Finanz- und Asset-Management zu betreiben, bei dem die Art der Zuordnung des Eigentums immer unschärfer wird. Das Holding-Management der

Deutschen Bahn AG zeigt bereits eine Tendenz der Zuordnung von Immobilien zur Holding. Die Gründung einer Immobilien-Service AG unter dem Dach der Holding und die Zuordnung von Vermögensteilen, die für den Bahnbetrieb nötig sind, zu dieser Gesellschaft sind Indizien dafür. Andererseits besteht offenbar eine geringe Neigung, Vermögensteile, auf denen kein Bahnbetrieb laut Planung in der Zukunft stattfinden soll, auszugliedern und an das Bundeseisenbahnvermögen zu übertragen.

#### **Ordnungspolitische Auswirkungen der einzelnen Modelle**

Die Bahnreform hatte das klare Ziel, die Zwitterstruktur des Sondervermögens Deutsche Bundesbahn, die auf eine gleichzeitige Wahrnehmung von kaufmännischen und öffentlichen Belangen abgestellt war, aufzulösen und die Rollen von Staat und kaufmännisch geführtem Unternehmen eindeutig zu trennen. Es ist unmittelbar einsichtig, dass ein privatwirtschaftlich ausgerichtetes Unternehmen nicht mit öffentlichen Zielen befrachtet werden darf, damit es seinen Leistungsauftrag optimal erfüllen kann. Im Umkehrschluss gilt aber auch, dass der Staat sich nicht für die privatwirtschaftlichen Ziele eines Unternehmens einfangen lassen sollte, weil er sonst seinen öffentlichen Auftrag verfehlte.

Mit dem Integrationsmodell würde ein neuer ordnungspolitischer Zwitter geschaffen. Denn der Staat wäre dauerhaft zu mindestens 50,1% dem Wohl eines Unternehmens verpflichtet, welches das Eisenbahngeschäft in Zukunft möglicherweise nur noch im Nebengeschäft betreibt und sich den weltweiten Logistikmärkten sowie anderen lukrativ erscheinenden Segmenten zuwendet. Der Staat hat grundgesetzlich nur eine Ver-

antwortung für die Eisenbahninfrastruktur, würde aber im Integrationsmodell in eine (Teil-) Verantwortung für die gesamten Geschäftsbereiche der sich entwickelnden Deutschen Bahn AG gedrängt.

Damit entsteht automatisch ein Konfliktpotential. Auf der einen Seite muss der Bund an der Prosperität der Deutschen Bahn AG interessiert sein und seinen Beitrag zur Maximierung ihres Shareholder Value leisten. Mit einer Beteiligung an den Dividendeneinnahmen entsteht auch ein massives haushaltspolitisches Interesse am finanziellen Erfolg der Deutschen Bahn AG. Auf der anderen Seite ist der Bund Wettbewerbshüter, muss die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs im Bahnsektor sichern und die Konkurrenten vor diskriminierenden Politiken des integrierten Monopolisten schützen. Damit befindet sich die Politik in einem schwer zu lösenden Zielkonflikt. Es besteht die Gefahr, dass im Falle wirtschaftlicher Probleme für die Deutsche Bahn AG die Bereitschaft des Bundes zunimmt, den Wettbewerb auf der Schiene zu begrenzen. Zumindest ist ein solches Regime für potentielle Wettbewerber im Schienenverkehr bedrohlich, vor allem, wenn sie nicht selbst über ein politisches Backing verfügen. Die Existenz einer Regulierungsbehörde in Form der Bundesnetzagentur ist für die Wettbewerber auf Dauer kein ausreichender Schutz.

In Zeiten knapper Kassen ist jede Einnahmequelle für den öffentlichen Haushalt aus Sicht des Finanzministeriums ein Positivum. Ordnungspolitisch kann dies aber kein Kriterium sein, im Gegenteil: wenn sich hohe Dividendenzahlungen abzeichnen, so ist dies ein Indiz dafür, dass der betreffende Wirtschaftssektor nicht mehr in den öffentlichen Bereich gehört, sondern

voll privatisiert werden kann. Wäre die Dividendenerwartung ein relevantes Kriterium, so hätte sich der Bund auf keinen Fall von seinem Eigentum bei Telekom, Post, Postbank oder Stromversorgern trennen dürfen. Vielmehr geht es bei der Deregulierung eines zuvor öffentlich beherrschten Wirtschaftsbereiches darum, eine Marktbelebung durch mehr Konkurrenz und privatwirtschaftliche Initiative zum Wohle der Konsumenten zu erreichen. Fiskalische Vorteile können daraus langfristig nur in Form zusätzlicher Steuereinnahmen entstehen.

Das Problem der Gewährleistung staatlicher Infrastrukturverantwortung entsteht praktisch nur im Integrationsmodell. Denn hier muss der Bund durch seine Beteiligung an der integrierten Gesellschaft seine grundgesetzliche Verantwortung absichern und gegenüber anderen Interessen des Unternehmens durchsetzen. Im Falle der Passivität könnte sich der Bund in die Rolle des Erfüllungsgehilfen für das Bahnmanagement drängen lassen und somit den Auftrag des Artikels 87e Absatz 4 GG verfehlen, demzufolge beim Ausbau und Erhalt des Bundesschienennetzes dem Wohl der Allgemeinheit Rechnung zu tragen ist.

Aus ordnungspolitischer Sicht macht das Integrationsmodell dann Sinn, wenn sich der Bund künftig aus dieser Verantwortung verabschieden möchte und dies durch eine Änderung des Artikels 87e GG manifestiert. Dann ergäbe sich eine ordnungspolitisch klare Situation mit prinzipiell voll privatisierbaren Bahngesellschaften, bei denen der Netzzugang und das Wettbewerbsverhalten durch die Bundesnetzagentur kontrolliert werden kann, wie dies etwa in der Telekommunikationsindustrie der Fall ist.

### **Zusammenfassung:**

#### **Die realistischen Alternativen**

Kurzfristig lassen sich nur die Modelle B (Integration) und C1 (kleines Eigentumsmodell) realisieren. Das integrierte Modell B hat eine Reihe von kurzfristigen Vorteilen:

- Es ist sehr schnell realisierbar. Dies ist nicht ein Vorzug des Modells an sich, sondern resultiert aus den Weichenstellungen des Bahnvorstands und der Passivität der Politik.
- Es bietet die Aussicht auf einen künftigen Dividendenstrom. Dies ist zwar ordnungspolitisch kein Vorteil, doch kann dieser Aspekt aus Sicht der Haushaltspolitik relevant sein.
- Es bietet keinen beschäftigungspolitischen Zündstoff. Gewerkschaften und Mitarbeiter der Deutschen Bahn AG treten überwiegend für das integrierte Modell ein, so dass dieses Modell mit geringen Friktionen umsetzbar ist.
- Der Verkehrspolitik werden die Entscheidungen durch das Bahnmanagement abgenommen. Dies ist für die politische Seite ein nicht zu unterschätzender Vorteil, wenn sie konfliktscheu ausgerichtet ist und nicht über ein starkes Alternativkonzept verfügt.
- Die Entscheidung lässt sich durch die derzeit positiven Geschäftsergebnisse der Deutschen Bahn AG bei gleichzeitiger Belegung der Konkurrenz auf dem Bahnnetz gut begründen.
- Sonst entstehende Trennungskosten würden eingespart.
- Eine Änderung des Grundgesetzes ist nicht erforderlich.

Diesen Vorzügen stehen gewichtige Nachteile gegenüber:

- Die Rollen von Staat und Privatwirtschaft sind nicht klar getrennt.
  - Die organisatorische Rückholung ist schwer möglich.
  - Der Staat kann zu weiteren Kapitaleinlagen herangezogen werden.
  - Der Staat beteiligt sich am Risiko privater Geschäfte, die nichts mit dem Eisenbahnverkehr zu tun haben.
  - Eine volle Privatisierung der Eisenbahnverkehrsunternehmen ist nur durch Aufgabe der Staatsverantwortung für das Netz (durch Änderung des Grundgesetzes) erreichbar.
- Dagegen stehen die Vorteile des „kleinen“ Eigentumsmodells (C1):
- Es schafft eine klare Rollenverteilung zwischen Staat und Politik.
  - Es ist künftig erweiterbar, so dass eine 100%ige Privatisierung der Verkehrsgesellschaften möglich bleibt. Ebenso ermöglicht es bei Bedarf Kapitalerhöhungen der Deutschen Bahn AG ohne Nachschusspflicht des Bundes.
- Der Staat behält eine höhere Handlungsfähigkeit für die staatlichen Aufgaben und kann sein Risiko begrenzen.
  - Die organisatorische Integration von Netz und Verkehr bleibt erhalten.
  - Dennoch kann das Vertrauen der Wettbewerber in die Verlässlichkeit des offenen Marktzugangs und die Langfristigkeit seiner Bedingungen durch die klare Betonung der originären staatlichen Verantwortung am Netz höher sein.
  - Die Attraktivität für private Anleger kann wegen der Entschuldung und Risikoübertragung ansteigen.
- Dagegen stehen die Nachteile:
- Das Modell verlangt wesentliche Änderungen gesetzlicher Grundlagen und ist in dieser Legislaturperiode nur noch schwer realisierbar.
  - Bahnmanagement und Belegschaft müssen für dieses Modell gewonnen werden.
- Der Staat ist möglicherweise der aktiveren Rolle, die ihm beim Eigentumsmodell zukommt, nicht gewachsen.
  - Die Schaffung unternehmerischer Anreize in einer vom Staat dominierten Infrastruktur(eigentums-)gesellschaft ist nicht einfach. Dies würde allerdings auch für ein integriertes Modell gelten, in dem der Staat seine Eigentümerrolle aktiv wahrnimmt.

Die Zusammenstellung erhellte die Gründe, aus denen der Bahnvorstand das integrierte Modell bevorzugt, während die Parlamentarier des Verkehrsausschusses des Deutschen Bundestages eher dem Eigentumsmodell zuneigen. Aus der Sicht der Wettbewerbs- und Ordnungspolitik geht es nicht primär um den Erfolg eines einzelnen Unternehmens als um die erfolgreiche Strukturreform des Eisenbahnmarktes. Stellt man dies in den Vordergrund, so enthält das Eigentumsmodell die klareren Optionen für eine gestaltungswillige Bahnpolitik.

---

Martin Hellwig\*

## Wie bringt man einen Verlustmacher an die Börse? Kritische Anmerkungen zur Privatisierung der DB AG

---

Der Börsengang der Deutschen Bahn AG (DB AG) steht auf der Tagesordnung der Politik. Der Vorstand der Deutschen Bahn will ihn, der Bundesverkehrsminister will ihn, der Bundesfinanzminister will ihn, der Bundestag soll im Herbst dieses Jahres die entsprechenden Beschlüsse fassen. Zu diskutieren scheint nur noch, ob die Bahn mit

oder ohne Netz an die Börse gehen soll und wie die Beziehungen zwischen Bund und Bahn, zwischen Netz AG und Transportgesellschaft geregelt werden sollen. Auch hierzu haben der Bahnvorstand, der Bundesverkehrsminister und der Bundesfinanzminister eine eindeutige Meinung. Sie wollen einen integrierten Börsengang, bei dem das Netz

auch nach dem Börsengang im Eigentum des Unternehmens bleibt. Sollte dies aus rechtlichen oder politischen Gründen nicht möglich sein, so wollen sie, dass auf jeden

---

\* Dieser Aufsatz beruht auf einer Stellungnahme vor dem Ausschuss für Verkehr, Bau und Städtewesen des Deutschen Bundestages am 10. Mai 2006. [http://www.coll.mpg.de/pdf\\_dat/DeutscheBahnStellungnahme.pdf](http://www.coll.mpg.de/pdf_dat/DeutscheBahnStellungnahme.pdf)

Fall die Verfügungsgewalt über das Netz bei dem börsennotierten Unternehmen bleibt.

Zu den verschiedenen Möglichkeiten einer Privatisierung der Deutschen Bahn AG hat die Unternehmensberatung Booz, Allen, Hamilton im Auftrag von Bundesverkehrsministerium und Bundesfinanzministerium im Januar 2006 ein Gutachten vorgelegt (im Folgenden „PRIMON-Gutachten“).<sup>1</sup> Darin werden verschiedene Varianten der Privatisierung im Hinblick auf ihre Implikationen für die Kapitalmarktfähigkeit des Unternehmens, für die Entwicklung des Wettbewerbs auf der Schiene und im intermodalen Split, schließlich auch für die Haushalts- und Vermögenslage des Bundes untersucht und miteinander verglichen. Die verschiedenen Varianten unterscheiden sich vor allem darin, wie Eigentum und Kontrolle über das Netz der Bahn geregelt werden; sie reichen von einem völlig integrierten Modell, bei dem das Netz auch nach einem Börsengang im Eigentum der Deutsche Bahn verbleibt, bis zu einem völlig getrennten Modell, bei dem der Bund Eigentum und Kontrolle über das Netz behält und dieses unabhängig von der Deutschen Bahn AG geführt wird. Das Gutachten kommt zu dem Schluss, dass die verschiedenen Varianten unterschiedliche Implikationen für Wettbewerb und Bundeshaushalt haben, dass aber bei allen Varianten ein Börsengang grundsätzlich möglich ist. Diesbezüglich unterscheiden sich die verschiedenen Varianten nur darin, wie schnell ein Börsengang möglich ist und was

<sup>1</sup> Booz, Allen, Hamilton: Privatisierungsvarianten der Deutschen Bahn AG „mit und ohne Netz“, Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums für Verkehr, Bau und Städtewesen und des Bundesministeriums der Finanzen, Berlin 2006, [http://www.bmvbs.de/Anlage/original\\_952625/Gutachten-Privatisierungsvarianten-der-Deutschen-Bahn-AG-mit-und-ohne-Netz\\_Maerz-2006.pdf](http://www.bmvbs.de/Anlage/original_952625/Gutachten-Privatisierungsvarianten-der-Deutschen-Bahn-AG-mit-und-ohne-Netz_Maerz-2006.pdf)

als Erlös des Börsengangs zu erwarten wäre.

Als Ökonom reibt man sich die Augen, wenn man die Zahlen ansieht, die im PRIMON-Gutachten selbst und in den Geschäftsberichten der Deutschen Bahn AG vorgelegt werden, und wenn diese Zahlen in Beziehung zu den Schlussfolgerungen des Gutachtens und zu den Vorstellungen von Bahnvorstand und Bundesregierung setzt. Drei Dinge fallen auf: Erstens steht die für die nächsten Jahre prognostizierte Geschäftsentwicklung der Deutschen Bahn AG in keinem Verhältnis zur bisherigen Erfahrung. Zweitens kann die Deutsche Bahn AG auch nach den Zahlen des PRIMON-Gutachtens nur mit Hilfe von staatlichen Subventionen überleben. Drittens sind die als möglich angesehenen Privatisierungserlöse relativ klein im Vergleich zu den Beträgen, um die es sonst noch bei der Bahn für den Fiskus geht. Im Folgenden will ich zunächst diese Aussagen erläutern. Sodann will ich die dahinter stehenden ordnungspolitischen Probleme diskutieren.

### **Die Ertragsentwicklung der DB AG**

Bei der Beurteilung der Kapitalmarktfähigkeit stellt das PRIMON-Gutachten vor allem auf die Ertragsrate Return on Capital Employed (ROCE) ab. Für diese wird für 2009 ein Wert von über 8% prognostiziert. Diese Zahl steht in keinem Verhältnis zu den bisherigen Geschäftsergebnissen des Unternehmens: Von 1994 bis 2003 lag die Ertragsrate zumeist zwischen 1% und 2%, während des Ertragsseinbruchs 2001 und 2002 sogar noch niedriger. 2004 lag sie bei 3%, 2005 bei 5%. Die Prognose für 2009 beruht auf der Planung der Deutschen Bahn bzw. auf der Extrapolation eines aus den letzten

zwei Beobachtungen erschlossenen Trends. Die Angemessenheit einer solchen Extrapolation wird nicht geprüft.<sup>2</sup>

Wiese ein anderes Unternehmen diesen Geschäftszahlen auf, so würde sich die Frage eines Börsengangs nicht stellen. Das Unternehmen müsste erst einmal unter Beweis stellen, dass sein Geschäftsmodell nachhaltig Erfolg hat, dass kurzfristig positive Ertragsentwicklungen nicht auf Sonderkonjunkturen zurückzuführen sind oder auf unechte Sparanstrengungen und Bilanzkosmetik, bei denen bestimmte Aufwendungen tatsächlich oder buchhalterisch zeitlich auf spätere Perioden verlagert werden.

### **Abhängigkeit von Bundessubventionen**

Der private Investor möchte wissen, womit das Unternehmen sein Geld verdient und welchen Aufwand es dafür betreibt. Die Deutsche Bahn AG bezieht ihre Mittel im Wesentlichen aus drei Quellen, den Kundenentgelten für den Personen- und Gütertransport, den Bestellmitteln der Länder für den öffentlichen Personennahverkehr und den Baukostenzuschüssen des Bundes. Während Kundenentgelte und die Bestellmittel für die Transportleistungen der Deutschen Bahn AG geleistet werden, werden die Baukostenzuschüsse als Subventionen vom Bund bezahlt, ohne dass die Deutsche Bahn AG dafür unmittelbar eine Gegenleistung erbringen müsste.

<sup>2</sup> Dabei ist klar, dass das ausgewiesene Ertragswachstum der letzten Jahre aufgrund der Akquisition von Stinnes/Schenker einen Einmaleffekt enthält. Die neueren Ertragsraten ergeben sich als Durchschnitt der Ertragsraten von Stinnes/Schenker und des eigentlichen Bahngeschäfts. Da die Ertragsraten von Stinnes/Schenker höher waren, liegen diese Durchschnittsautomatisch über den Ertragsraten des Bahngeschäfts, ohne dass man von einer Effizienzsteigerung oder gar einem Wachstumsimpuls reden könnte.



Ohne die Subventionen des Bundes könnte die Deutsche Bahn AG als Unternehmen nicht überleben. Allerdings kommen die zinslosen Darlehen und Baukostenzuschüsse des Bundes in den Bilanzen der Deutschen Bahn AG nicht vor. Da der Bund damit keine Erwartung auf eine Verzinsung verbindet, hat die Deutsche Bahn AG sie in der Bilanz nicht passiviert, die damit finanzierten Investitionen nicht aktiviert und auch keine entsprechenden Abschreibungen vorgenommen. Berücksichtigt man die entsprechenden Beträge, so ist die Ertragsrate auf das von der Deutschen Bahn AG insgesamt eingesetzte Kapital in jedem Jahr seit der Bahnreform negativ; nach den Prognosen wird sie auch bis 2009 nicht über Null kommen, geschweige denn die von den Anlegern am Kapitalmarkt geforderten Ertragsraten erreichen.<sup>3</sup>

Das Geschäftsmodell der Deutschen Bahn AG setzt voraus, dass die Baukostenzuschüsse des Bundes weiterhin fließen. Das PRIMON-Gutachten betont daher, es sei nötig, den Kapitalmärkten unbedingte Sicherheit über die Verfügbarkeit der Baukostenzuschüsse zu geben. Im Rahmen von Leistungs- und Finanzierungsvereinbarungen soll der Bund garantieren, dass die Baukostenzuschüsse weiter fließen, in Höhe von wenigstens 2,5 Mrd. Euro pro Jahr für zehn Jahre. Zumindest beim integrierten Börsengang verkauft man den Aktionären letztlich die Aussicht auf diese Bundessubventionen.

#### **Bedeutung für Bundeshaushalt und Bundesvermögen**

Die laut Gutachten zu erwartenden Privatisierungserlöse von 4 bis 15 Mrd. Euro, je nach Privatisierungsvariante, fallen kaum

ins Gewicht neben den 18 bis 20 Mrd. Euro, die der Bund seit 1994 *jährlich* für das Eisenbahnwesen ausgibt. Selbst wenn man berücksichtigt, dass diese Ausgaben zur Hälfte Altlasten aus der Vergangenheit bedienen und nichts mit dem heutigen Eisenbahnbetrieb zu tun haben, ist die Frage, wie sich die Ausgaben für das Eisenbahnwesen entwickeln, für die Finanzen des Bundes immer noch um eine Größenordnung wichtiger als die Frage, welche Privatisierungserlöse zu erzielen sind. Neben den bereits erwähnten Baukostenzuschüssen für Investitionen von 2,5 Mrd. Euro pro Jahr geht es um die Regionalisierungsmittel in Höhe von 6 bis 7 Mrd. Euro pro Jahr, aus denen die Länder die Bestellmittel für den öffentlichen Personennahverkehr bezahlen.

Die genannten Privatisierungserlöse fallen auch kaum ins Gewicht neben dem Substanzwert der Bahninfrastruktur. Allein die mit den Baukostenzuschüssen seit 1994 finanzierten und nicht bilanzierten (!) Investitionen belaufen sich laut PRIMON-Gutachten auf 38,4 Mrd. Euro. Berücksichtigt man ferner, dass die Bahn von alters her einen erheblichen Immobilienbesitz in bester Zentrumslage der Großstädte aufweist, so ist zu vermuten, dass das Anlagevermögen der Bahn eher bei 80 bis 100 Mrd. Euro liegt als bei den in der Bilanz ausgewiesenen knapp 40 Mrd. Euro.

Im PRIMON-Gutachten spielt diese Zahl keine Rolle, denn das Gutachten bewertet das Unternehmen als „Going Concern“, als Gegenwartswert der aus dem Unternehmensgeschäft für die Zukunft zu erwartenden Erträge abzüglich der Verbindlichkeiten. Der angegebene Wert spiegelt die geringe Ertragskraft des Unternehmens. Er

steht in keinem Verhältnis zu den im Konzern eingesetzten Vermögenswerten. Diese Vermögenswerte sind aber vorhanden, wenn auch mit einer nach privatwirtschaftlichen Kriterien unzureichenden Ertragskraft.

Im Fall einer Liquidation gäbe es auch – anders als bei anderen Unternehmen – einen Käufer für diese Vermögenswerte: den Bund. Dieser ist verfassungsrechtlich verpflichtet, die Bahninfrastruktur aufrechtzuerhalten, auch wenn das privatwirtschaftlich organisierte Unternehmen Deutsche Bahn AG liquidiert werden sollte. Da er zur Erfüllung seiner Gewährleistungspflichten auf die Infrastrukturanlagen des Unternehmens angewiesen ist, müsste er diese im Liquidationsfall von den Eigentümern erwerben, d.h. im Fall einer Insolvenz von den Gläubigern bzw. dem Insolvenzverwalter. Die Preise würden dann nicht davon abhängen, was diese Anlagen als „Going Concern“ im Rahmen des privatwirtschaftlich nicht tragfähigen Infrastrukturunternehmens wert sind, sondern davon, was andere Käufer gegebenenfalls dafür zu zahlen bereit wären. Wie einschlägige Erfahrungen aus Großbritannien und Neuseeland zeigen, dürfte der dafür erforderliche Aufwand deutlich über dem „Going Concern“-Wert des Unternehmens liegen und eine erhebliche Belastung für den Bundeshaushalt mit sich bringen.

#### **Kann man einen Verlustmacher privatisieren?**

In den vorstehenden Hinweisen spiegelt sich die grundsätzliche Problematik der Veräußerung eines Unternehmens, dessen Kapitalbestand zu erheblichen Teilen durch staatliche Subventionen finanziert wurde und der auch in der Zukunft auf eine staatliche Subventionierung seiner Investitionen angewie-

<sup>3</sup> Vgl. PRIMON-Gutachten, a.a.O., Exkurs 2, S. 469 ff.

sen ist. Standen bei der Privatisierung von Telekom und Post die wettbewerbspolitischen Fragen im Vordergrund, so ist bei der Bahn vorab zu klären, wie mit dem Umstand umzugehen ist, dass dieses Unternehmen sich privatwirtschaftlich nicht trägt. Kann man privaten Investoren die Aussicht auf staatliche Subventionen verkaufen?

Mit der Abhängigkeit von Subventionen unterliegt das Geschäftsmodell der Deutschen Bahn AG einem politischen Risiko. Die noch abzuschließenden Leistungs- und Finanzierungsvereinbarungen sollen dieses Risiko für die Aktionäre minimieren. Dazu wird im PRIMON-Gutachten ausgeführt, es sei wichtig, insbesondere bei Erst-Investitionen Fehlallokationen zu vermeiden und auf die betrieblichen Erfordernisse der Deutschen Bahn AG abzustellen. Politischer Einfluss auf die Eisenbahninfrastruktur werde vom Kapitalmarkt grundsätzlich als negativ betrachtet, wenn die Deutsche Bahn AG nicht für dadurch veranlassenes unwirtschaftliches Handeln entschädigt würde.<sup>4</sup>

Dass die Infrastrukturfinanzierung des Bundes als solche ein Politikum ist, wird bei diesem Vorschlag verdrängt. Mit den Baukostenzuschüssen trägt der Bund der Bestimmung des Grundgesetzes Rechnung, dass die Bahninfrastruktur *nicht* nach rein privatwirtschaftlichen Kriterien geführt werden soll; nach diesen Kriterien nämlich müssten die Investitionen in das Netz drastisch zurückgenommen oder sogar ganz unterlassen werden. Daher wäre es problematisch, wenn bei der Verwendung der Mittel nur auf betriebswirtschaftliche Kriterien abgestellt würde. Der Forderung, die Deutsche Bahn AG

<sup>4</sup> PRIMON-Gutachten, a.a.O., S. 149 f., S. 220.

müsse grundsätzlich entschädigt werden, wenn politischer Einfluss sie zu unwirtschaftlichem Handeln zwingt, ist entgegenzuhalten, dass die Baukostenzuschüsse selbst eine Leistung des Steuerzahlers sind, für die dieser ein Eingehen des Unternehmens Deutsche Bahn AG auf Belange der Allgemeinheit erwarten kann und muss.

Zu denken ist etwa an die Berücksichtigung regionalpolitischer Belange bei Entscheidungen über Trassenführungen. Man kann darüber streiten, in welchem Ausmaß der Staat für diese Belange Geld ausgeben sollte. Unstreitig aber sollte sein, dass wenn der Staat Geld dafür ausgibt, er auch die Möglichkeit haben muss, bei der Mittelverwendung mitzureden und diese Belange zur Geltung zu bringen, auch wenn dies den betrieblichen Interessen des Unternehmens Deutsche Bahn AG zuwiderläuft. Nach den Vorstellungen des PRIMON-Gutachtens sollte dies aber nicht möglich sein. Die von der Infrastrukturplanung berührten allgemeinen Interessen wären dem Unternehmensinteresse der Deutschen Bahn AG unterzuordnen.

Der hier angesprochene Konflikt ist nicht zu lösen. Aus der Sicht des Verfassungsgebers und des Steuerzahlers müssen bei der Verwendung der Bundesmittel neben den Unternehmensinteressen der Deutschen Bahn AG auch die Interessen der Allgemeinheit zur Geltung kommen. Wenn aber die Vertreter des Staates die Möglichkeit haben sollen, die Belange der Allgemeinheit zur Geltung zu bringen, so müssen sie auch die Möglichkeit haben, bestimmte Mittelverwendungen zu verweigern. Damit aber ist die Verlässlichkeit der Mittel selbst infrage gestellt. Private Investoren würden es sich zweimal überlegen, ob sie bei diesen Rahmenbedingungen 8

Mrd. Euro für die Aussicht auf zukünftige Subventionen bezahlen sollen.<sup>5</sup>

Das Problem betrifft insbesondere das Netz der Bahn. Bei den Transportleistungen im Personenverkehr und den Bestellerentgelten der Länder für diese Transportleistungen können sich grundsätzlich ähnliche Fragen stellen. Jedoch ist hier die Governance-Problematik dadurch entschärft, dass es einen gewissen Wettbewerb der Transportunternehmen auf der Schiene gibt, und dadurch, dass die jeweiligen Verträge die Gegenleistung des Unternehmens entsprechend den Wünschen des Bestellers genau spezifizieren. Bei der auf wenigstens zehn Jahre abzuschließenden Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung für das Netz ist eine Regelung vergleichbarer Stringenz nicht zu erwarten. Aus diesem Grund ist – unabhängig von allen wettbewerbspolitischen Fragen – die Privatisierung des Netzes besonders kritisch zu sehen.

Ob ein vom Netz getrenntes Transport- und Logistikunternehmen auf rein privatwirtschaftlicher Basis, ohne Subventionen, überleben könnte, sei dahingestellt. Wie weiter oben erläutert wurde, bieten die bisherigen Geschäftsergebnisse der Deutschen Bahn AG keine verlässliche Grundlage, um diese Frage zu bejahen. Zu ergänzen wäre, dass der Schienenpersonennahverkehr als rentabelster Teil der Bahn seine Erträge<sup>6</sup> vor

<sup>5</sup> Die Diskussion hier unterstellt, wie das PRIMON-Gutachten auch, dass die prospektiven Aktionäre das Unternehmen als „Going Concern“ beurteilen. Ein ganz anderes Bild würde sich ergeben, wenn private Investoren nicht auf die Geschäftstätigkeit der Deutschen Bahn AG, sondern auf die Möglichkeit der Realisierung stiller Reserven aus Immobilienbesitz und ähnlichem abstellen. Dann aber wäre die Frage nach den Bewertungsgrundlagen der Privatisierung gänzlich neu zu stellen; vgl. die Ausführungen weiter oben.

<sup>6</sup> PRIMON-Gutachten, a.a.O., S. 172.

allem aus den Entgelten bezieht, die die Länder der Bahn für die Durchführung dieser Verkehrsleistungen bezahlen. Die starke Position der Deutschen Bahn AG in diesem Bereich ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass die betreffenden Leistungen bisher nur zu 20% ausgeschrieben und im Übrigen direkt vergeben wurden.<sup>7</sup> Sollten die Spielregeln für die Verwendung dieser Mittel sich ändern, etwa durch eine möglicherweise von Brüssel oktroyierte Verpflichtung zur Ausschreibung, so würde der intensivere Wettbewerb vermutlich die Margen der Deutschen Bahn AG reduzieren. Private Investoren werden auch solche Risiken bei ihren Anlagenentscheidungen berücksichtigen.

#### Konflikte zwischen privaten und öffentlichen Interessen

Eine Privatisierung des Netzes bringt noch weitere Governance-Probleme mit sich. Nach Art. 87e Grundgesetz ist der Bund verpflichtet, zur Wahrnehmung seiner Verantwortung für die Schieneninfrastruktur bei einer Privatisierung des Netzes wenigstens eine Kontrollmehrheit von 51% der Aktien zu behalten. Damit stellt sich die Frage, wie und in welchem Interesse der Bund diese Kontrollmehrheit einsetzt. Bei einer Beteiligung von 51% an einer ansonsten privatisierten Gesellschaft besteht ein Interessenkonflikt zwischen dem Bund als Sachwalter der öffentlichen Interessen und den privaten Investoren.

Für die privaten Aktionäre ergibt sich das Problem, dass der Bund seine Aktienmehrheit benutzen kann, um Entscheidungen durch-

<sup>7</sup> PRIMON-Gutachten, a.a.O., S. 140; dazu heißt es ferner, dass die Deutsche Bahn AG hin und wieder die Bundeszuwendungen zur Infrastruktur einsetzt, „um zusätzliche Bestellerentgelte der Länder im Regionalverkehr zu erhalten“ (S. 159).

zusetzen, die sie belasten. Das PRIMON-Gutachten schreibt dazu, dass der Bund dies bei der Deutschen Telekom AG und der Deutschen Post AG nicht getan habe, sondern im Wesentlichen Aktionärsinteressen verfolgt habe. Jedoch war bei Telekom und Post von Anfang an beabsichtigt, dem ersten Börsengang noch weitere Aktienverkäufe folgen zu lassen. Daraus ergab sich ein natürliches Interesse des Bundes an hohen Aktienkursen. Bei der Bahn entfällt dieses Interesse spätestens dann, wenn der Aktienbesitz des Bundes in die Nähe der 51%-Schranke kommt und weitere Verkäufe nicht mehr in Aussicht stehen. Sollte zu irgendeinem Zeitpunkt die Wahrung der von der Verfassung gebotenen Infrastrukturverantwortung des Bundes einen Rückkauf von Aktien erfordern, so könnte der Bund sogar ein Interesse an einem niedrigen Aktienkurs haben.

Im Übrigen hat der Bund bei Telekom und Post keine weiteren finanziellen Interessen neben seiner Position als Aktionär. Bei der Bahn jedoch begründet die Infrastrukturverantwortung des Bundes ein solches weiteres finanzielles Interesse. Dies könnte beispielsweise bewirken, dass der Bund Dividendenzahlungen an die außenstehenden Aktionäre ablehnt, da Mittel, die einbehalten und in die Bahninfrastruktur investiert werden, den Bedarf an Baukostenzuschüssen mindern. Mehrheitsaktionär und Minderheitsaktionäre haben hier

<sup>8</sup> Das PRIMON-Gutachten zieht von dem geschätzten Gegenwartswert der zukünftigen Dividenden neben dem Erstemissionsabschlag von 15% pauschal einen weiteren Abschlag von 20% als „implizite Kontrollprämie“ ab. Bemerkenswerterweise ist dieser Abschlag unabhängig davon, ob der Bund 100% oder nur 49% des jeweils zur Diskussion stehenden Unternehmens oder Unternehmensteils veräußert – dies, obwohl die Governance-Probleme in beiden Konstellationen sehr unterschiedlich einzuschätzen sein dürften.

diametral entgegengesetzte Interessen. Dieser Interessenkonflikt dürfte zu einem erheblichen Abschlag beim Emissionskurs führen.<sup>8</sup>

Für den Bund selbst ergibt sich die Frage, inwiefern die vom Grundgesetz intendierte Verwendung der Stellung eines Mehrheitsaktionärs zur Wahrung der Infrastrukturverantwortung mit den aktienrechtlichen Pflichten eines Mehrheitsaktionärs zu vereinbaren ist. Die Doppelfunktion als Wahrer des öffentlichen Interesses und als Organ einer börsennotierten Aktiengesellschaft verwischt Zuständigkeiten und erschwert die Zurechnung von Verantwortung. Ordnungspolitisch geboten ist eine deutliche Trennung von privatwirtschaftlichen und öffentlichen Interessen und Funktionen des Bundes. Ein Arrangement, bei dem die Infrastrukturverantwortung des Bundes durch eine Beteiligung von 51% an einer ansonsten privatisierten Gesellschaft wahrgenommen werden soll, läuft diesem Gebot zuwider.

In diesem Zusammenhang ist auch auf die Ambitionen der Deutschen Bahn AG zu verweisen, als „nationaler Champion“ im Zuge der Liberalisierung der europäischen Bahntransportmärkte eine international führende Marktstellung zu erreichen. Die Internationalisierungsstrategie der Deutschen Bahn AG macht eine klare Trennung von öffentlichen und privaten Belangen noch dringlicher. Wenn der Vorstand eines privaten Unternehmens eine solche Strategie verfolgt, so ist das als Ausübung autonomer Entscheidungskom-

<sup>9</sup> Die Erfahrungen anderer Ex-Monopolisten, von VoiceStream bei der Telekom über DHL bei der Post bis hin zu den Überzahlungen der deutschen Stromunternehmen bei der Akquisition britischer Stromerzeuger, liefern genügend Beispiele für diese Kosten und Risiken.

petenzen zu respektieren. Jedoch sollten die Kosten und Risiken dieser Strategie nicht vom Steuerzahler getragen werden.<sup>9</sup> Genau das geschieht aber, wenn der Staat mit 51% am Unternehmen beteiligt ist. Eine Belastung des Steuerzahlers erfolgt auch, wenn die Aufwendungen und Risiken internationaler Akquisitionen Rückwirkungen haben auf die Mittel, die der Bund zuschießen muss, um seiner Gewährleistungspflicht für die Infrastruktur zu genügen. Für den Bund als Mehrheitsaktionär bzw. für die Vertreter des Bundes im Aufsichtsrat des Unternehmens besteht hier ein untragbarer Interessenkonflikt.

Diese Konflikte ließen sich vermeiden, wenn der Bund zu 100% die Unternehmensteile an die Börse brächte, die zur Wahrnehmung der Infrastrukturverantwortung nicht benötigt werden, und zu 100% die Unternehmensteile behält, die für die Wahrnehmung seiner Infrastrukturverantwortung benötigt werden. Die privatisierte Transportgesellschaft wäre dann frei, ihre Internationalisierungsstrategie nach eigenem Gutdünken zu verfolgen, ohne Rücksicht auf die Interessen des Fiskus oder der Allgemeinheit nehmen zu müssen.

#### Das Problem des Netzzugangs

Wettbewerb im Transport auf der Schiene setzt voraus, dass alternative Anbieter Zugang zur Nutzung des Netzes bekommen. Dazu bedarf es einer funktionsfähigen Zugangsregulierung. Die Erfahrung zeigt jedoch, dass Zugangsregulierung immer dann auf Schwierigkeiten stößt, wenn der Besitzer der betreffenden Infrastruktureinrichtung ein materielles Interesse an einer Zugangsverweigerung oder Diskriminierung hat. Ein solches Interesse besteht *nicht*, wenn der Besitzer der Infrastruktureinrichtung mit keinem der Nutzer mate-

riell verbunden ist. Daher hatte die Monopolkommission in ihrem XIV. Hauptgutachten 2002 vorgeschlagen, Netz und Betrieb der Bahn voneinander zu trennen.

Sollte man von einer Trennung von Netz und Betrieb bei der Bahn absehen, so hätte dies Konsequenzen für das erforderliche Regulierungsregime. Informations- und Eingriffsrechte der Bundesnetzagentur müssten deutlich weiter gefasst werden. Die Bundesnetzagentur müsste in die Lage versetzt werden, Wettbewerbsbehinderungen des Netzbesitzers durch Zugangsverzögerung, sonstige Verschlechterungen der Zugangsqualität, Quersubventionierungen usw. umfassend zu verfolgen und zu ahnden. Für jemanden, der die Kompetenzen der sektorspezifischen Regulierung eher gering halten möchte, wäre ein solches Regulierungsregime deutlich schlechter als die relativ leichte Regulierung, die bei einer Trennung von Netz und Betrieb zur Implementierung funktionsfähigen Wettbewerbs ausreichen würde.

Allerdings besteht auch hier ein Interessenkonflikt zwischen der Position des Bundes als Aktionär, der am finanziellen Ergebnis der Deutschen Bahn AG interessiert ist, und seiner hoheitlichen Funktion für die betreffenden Märkte. Wenn der Bund ein finanzielles Interesse am Ergebnis der Deutschen Bahn AG hat, so unterliegt er der latenten Versuchung, die Regulierung des Netzzugangs im eigenen finanziellen Interesse zu beeinflussen. Dieser Interessenkonflikt würde sich erübrigen, wenn der Bund seine Anteile am Transportgeschäft der Deutschen Bahn AG *vollständig* veräußerte.

Ein gewisser Interessenkonflikt wäre allerdings auch dann nicht zu vermeiden. Da das Netz

der Bahn seine Kosten nicht selber trägt, sondern teilweise durch Zuschüsse des Bundes finanziert wird, kann man bei der Festlegung der Zugangsentgelte nicht einfach auf das für die Zugangsregulierung in anderen Netzindustrien maßgebliche Kriterium der Kosten der effizienten Leistungsbereitstellung zurückgreifen. Die Vorstellung, das generelle Niveau der Trassenpreise sollte so gestaltet werden, dass das Infrastrukturunternehmen eine risikoadäquate Verzinsung des eingesetzten Kapitals erzielt, erscheint als unrealistisch, zumindest, wenn man die Baukostenzuschüsse des Bundes mit berücksichtigt.

Ist aber die Subventionierung der Infrastruktur durch den Bund bei der Regulierung der Zugangsentgelte in Rechnung zu stellen, so kommt es zu einem Konflikt zwischen dem Anliegen, über eine Monopolpreissetzung bei den Trassenpreisen den Subventionsbedarf zu begrenzen, und dem Anliegen, durch niedrigere Trassenpreise für mehr Wettbewerb und mehr Effizienz in der Nutzung der Infrastruktur zu sorgen.<sup>10</sup> Dieser Konflikt ist nicht zu vermeiden. Jedoch sollte der Umgang damit möglichst transparent gehalten werden. Zusammen mit der Festlegung der Bundeszuschüsse sollte der angestrebte Kostendeckungsgrad festgelegt werden; dieser wäre dann als Grundlage für die Regulierung des Netzzugangs anzusetzen. Im Übrigen wäre wie in anderen Sektoren auch auf die Kosten der effizienten Leistungsbereitstellung abzustellen.

<sup>10</sup> Allerdings kommt Letzteres auch den öffentlichen Haushalten zugute, denn eine Zunahme des Wettbewerbs auf der Schiene senkt die Kosten der öffentlichen Hand für den Schienenpersonennahverkehr, d.h. die Bestellerentgelte der Länder bzw. die vom Bund zu deren Finanzierung bereitgestellten Regionalisierungsmittel.