

## 1. Vorbemerkung

Der geplante Börsengang der Bahn ist ein extrem kontrovers diskutierter Vorgang. Ohne selbst so genau zu wissen, warum die Bahn eigentlich an die Börse soll, hat die Politik die Entscheidungsfindung an ein Gutachten delegiert, das nur noch herausfinden soll, welche Privatisierungsvariante sich am besten rechnet. Es soll nicht herausfinden, ob sich der Börsengang überhaupt rechnet. Das wird ohne Begründung vorausgesetzt. Wie nicht anders zu erwarten, kommen die Gutachter – unter Mitwirkung der am Börsengang beteiligten Bank – zum Ergebnis, dass alle Privatisierungsvarianten börsenfähig sind.

Dieses Ergebnis – auf 560 Seiten akribisch begründet und berechnet – wird im selben Gutachten wieder aufgehoben, „versteckt“ in einem kurzen zweiseitigen Anhang. Dort wird sinngemäß formuliert: Auf Basis der richtigen Zahlen ist die Bahn nicht börsenfähig.

Die Finanzexperten von Booz/Allen/Hamilton und Morgan Stanley wissen natürlich, dass das Gutachten mit falschen Zahlen operiert. Das betrifft im Kern das sog. investierte Kapital CE (Capital Employed), die operative Ergebnisgröße EBIT (**E**arning **b**efore **I**nterest and **T**ax) und die daraus ermittelte Kapitalrendite ROCE (**R**eturn **o**n **C**apital **E**mloyed), als zentrale Kenngrößen für die Wirtschaftlichkeit eines Unternehmens. Man rechtfertigt sich mit dem Hinweis, dass diese (falschen) Zahlen die offiziellen Zahlen der Deutschen Bahn AG sind, zugänglich in den Geschäftsberichten seit 1994. Und diese Zahlen ignorieren alle Investitionen, die mit zinslosen Darlehen und Baukostenzuschüssen des Bundes finanziert sind. Diese Investitionen werden in der Bilanz weder aktiviert noch führen sie zu Abschreibungen.

Die Gutachter stecken damit in einem Dilemma: Die offiziellen, aber falschen Zahlen führen zum gewünschten Ergebnis (börsenfähig!), die richtigen Zahlen zum unerwünschten Ergebnis (nicht börsenfähig!). Dieser Spagat zwischen beiden Wahrheiten wird opportunistisch gelöst: Der Auftraggeber bekommt im offiziellen Teil des Gutachtens die Börsenfähigkeit mit den offiziellen Bahn-Daten bestätigt. Dem kritischen Finanzfachmann liefert man sein plausibles Ergebnis mit den richtigen Zahlen im Anhang. Man hofft natürlich, dass dieser Widerspruch nicht auffällt. Schließlich steht er erst auf den beiden Seiten 469 und 470, bis zu denen sich vermutlich kaum jemand verirren dürfte.

Entsprechend beiläufig fällt die Überleitung zum Anhang aus: *„In einem kurzen Exkurs sind wir auf die von politischer Seite aufgeworfene Frage der Berücksichtigung von Baukostenzuschüssen und zinslosen Darlehen bei der ROCE-Berechnung eingegangen“* (S. 104). Und weiter: *„Ziel dieser Ausführung – das sei hier klar hervorgehoben – ist es nicht, die ROCE-Werte (Anmerkung: der DB AG) in Zweifel zu ziehen, sondern eine Art ROTCE-Ziffer zu berechnen“* (Anmerkung: T steht für Total).

Dieser von den Gutachtern ermittelte ROTCE – also die Kapitalrendite auf Basis des gesamten investierten Kapitals – bleibt stets negativ. Das wird ausdrücklich festgestellt, bleibt aber unberücksichtigt. Dieses Ergebnis ist in der öffentlichen Diskussion bisher kaum aufgefallen. Der Verkehrsausschuss hätte dies in seiner ersten Durchsprache Ende Januar 2006 als einen noch stärkeren Eklat empfinden müssen als „nur“ die geschwärzten Stellen.

<sup>1)</sup> Booz/Allen/Hamilton: Privatisierungsvarianten der Deutschen Bahn AG „mit und ohne Netz“, Januar 2006

## 2. Rahmenbedingungen

Die Bundesrepublik Deutschland gibt für den Schienenverkehr einschließlich des regionalen Personalverkehrs insgesamt ca. 8 % des Bundeshaushaltes – also jährlich ca. 20 Mrd. EUR – aus (in Mrd. EUR)<sup>2)</sup>:

1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
18,97	19,69	19,33	18,84	18,75	20,20	19,98	18,09	20,37	20,00	18,75

Seit der Bahnreform 1994 sind bis 2004 ca. 214 Mrd. EUR in den öffentlichen Schienenverkehr geflossen. Angesichts knapper öffentlicher Kassen wird der Wunsch der Politik verständlich, den in der Verfassung verankerten Auftrag, eine angemessene Verkehrsinfrastruktur bereitzuhalten, finanz- und haushaltspolitisch zu limitieren.

Neben diesen naheliegenden Zwängen waren es zwei Großereignisse, auf die das Bahnwesen zu reagieren hatte: Die Wiedervereinigung Deutschlands im Jahre 1989 und fast gleichzeitig die zunehmende Konkretisierung einer europäischen Verkehrspolitik mit einer Reihe von Auflagen und Spielregeln für die nationalen Eisenbahnen durch die Kommission in Brüssel. Das Anforderungsprofil eines wie auch immer gestalteten Bahnunternehmens hatte im Wesentlichen folgende Schwerpunkte:

- **Sicherstellung einer leistungsfähigen Verkehrsinfrastruktur für den Bürger und die Industrie (verfassungspflichtige Daseinsvorsorge)**
- **Forderung nach mehr Verkehr auf die Schiene**

Diese zwei nationalen Ansprüche wurden ab 1991 durch Auflagen aus Brüssel ergänzt:

- **Unabhängigkeit der Geschäftsführung der Eisenbahnen vom Staat, d.h. Trennung staatlicher und unternehmerischer Verantwortung**
- **Öffnung der nationalen Schienennetze und Zulassung von in Wettbewerb stehenden Eisenbahnunternehmen (Antidiskriminierung)**
- **Faire Grundsätze der Lizenzvergabe im Schienennetz**
- **Zwang zur Veröffentlichung von Bilanzen und Gewinn- & Verlustrechnungen nach Verkehrssparten**

Mit der Fusion der beiden staatlichen Bundes- und Reichsbahnen im Jahre 1993 und der Gründung der Deutschen Bahn AG (DB AG) in 1994 in Form einer Holding mit eigenständigen Sparten für Personenfernverkehr, Personennahverkehr, Güterverkehr und Fahrwege wurden diese wichtigsten Ziele umgesetzt. Seit 1994 agiert die DB AG wie eine privatwirtschaftlich geführte Aktiengesellschaft und demonstriert dies auch bei jeder sich bietenden Gelegenheit gegenüber der Politik. Warum also eine Privatisierung?

Mit der Richtlinie 91/440/EWG stellte Brüssel die Forderung nach einer

- **finanziellen Sanierung der Eisenbahnunternehmen durch den jeweiligen Mitgliedstaat**

auf. Damit wurde auf europäischer Ebene ein fataler Denkfehler begangen, der vermutlich Auslöser für die Privatisierungsprojekte von nationalen Eisenbahnen war. Dabei wurde übersehen, dass Eisenbahnunternehmen aufgrund des immens hohen investierten Kapitals grundsätzlich nicht privatisierbar bzw. börsenfähig sind, d.h. Bahnunternehmen keine marktüblichen Verzinsungen (ROCE) erzielen können.

<sup>2)</sup> Quelle: BMVBW (2005)

Zum betriebswirtschaftlichen Verständnis:<sup>3)</sup>

Der „Return on Capital Employed“ (ROCE) ist die in der Wirtschaft übliche Renditekennzahl. Bei dieser Kennzahl wird der operative Gewinn (EBIT) in Relation zum sog. investierten oder beschäftigten Kapital CE (Capital Employed) gesetzt. Dieses betriebsnotwendige Kapital – im Gutachten wird es auch als Kapitalstock bezeichnet – ist die Summe folgender Positionen auf der Aktivseite der Bilanz (Kapitalverwendung):

- Sachanlagevermögen
- Immaterielles Vermögen
- Vorräte
- Forderungen aus Lieferungen + Leistungen (abzüglich des zinslosen Fremdkapitals)

Durch die Erweiterung der Renditeformel mit dem Umsatz ergibt sich die Kapitalrendite (ROCE) aus der Multiplikation der Umsatzrendite (EBIT in % vom Umsatz) mit dem Kapitalumschlag (Umsatz zu Kapital):

$$\text{Rendite} = \frac{\text{Gewinn} \times \text{Umsatz}}{\text{Umsatz} \times \text{Kapital}} = \text{Umsatzrendite} \times \text{Kapitalumschlag}$$

Der Kapitalumschlag ist – je nach Kapitalintensität eines Unternehmens – branchenspezifisch unterschiedlich. Unternehmen bzw. Branchen mit hohem Kapitaleinsatz (z.B. Chemie) haben einen entsprechend niedrigen Kapitalumschlag, Unternehmen mit relativ geringer Kapitalbindung (z.B. Handel) einen hohen Kapitalumschlag. Umsatzrendite und Kapitalumschlag sind ein untrennbares Wertepaar, d.h. die Umsatzrendite ist nur in Zusammenhang mit dem Kapitalumschlag aussagefähig. Marktübliche – und damit börsenfähige – Kapitalrenditen liegen in der Größenordnung von 10-15 % (nach Steuern), also angemessen über den sog. Kapitalkosten WACC (**W**eighted **A**verage **C**ost of **C**apital), die – ebenfalls branchenspezifisch – auf einem Niveau von 9-11% liegen. Legt man den Ziel-ROCE beispielsweise auf 15 %, werden im Durchschnitt für Umsatzrendite und Kapitalumschlag folgende Wertepaare realisiert:

#### Renditestrukturen

Kapitalrendite (KR in %) = Umsatzrendite (UR in %) x Kapitalumschlag (KU)

Modellannahme (Ziel-KR = 15 %);

	KR	=	UR	x	KU
Autoindustrie	15	=	6,5	x	2,3
Energieversorger	15	=	16,7	x	0,9
Chemie	15	=	12,5	x	1,2
Bauindustrie	15	=	3,8	x	4,0
Handel	15	=	2,0	x	7,5
<b>Bahn</b>	<b>15</b>	<b>=</b>	<b>50,0</b>	<b>x</b>	<b>0,3</b>

Bahnstrukturen kommen (bei optimistischer Sicht) auf einen Kapitalumschlag von etwa 0,3. Eine Bahn müsste also eine Umsatzrendite von ca. 50 % erwirtschaften, um eine börsenfähige Kapitalrendite von 15 % zu erreichen. Das ist derzeit undenkbar. Bahnstrukturen stoßen sozusagen an die Grenzen der Privatisierung. In der Club of Rome-Studie „Limits to Privatization“ steht dazu ein schlichter Satz: „It appears to have been a fundamental mistake to make railway infrastructure subject to the need to generate profits for shareholders“<sup>4)</sup>. Die betriebswirtschaftliche Erklärung – extrem niedriger Kapitalumschlag – bleibt jedoch leider unerwähnt.

<sup>3)</sup> siehe Peters, G./Pfaff, D. : Controlling – Das Einmaleins renditeorientierter Entscheidungen, Zürich 2005, Seite 17 ff.

<sup>4)</sup> siehe E.U. von Weizäcker (Hrsg.): Limits to privatization, A report to the Club of Rome, London 2005, Seite 93

Die Studie beschreibt jedoch das stets gleiche Ritual von Investitionskürzungen, Leistungsabbau, Preiserhöhung und schließlich doch Insolvenz privatisierter Staatsstrukturen.

Es ist deshalb völlig unplausibel, dass im Gutachten die Kapitalrenditen aller fünf Privatisierungsvarianten positiv und sogar über den Kapitalkosten liegen, die für die Bahn mit erklärungsbedürftigen 8,1 % (WACC) unterstellt werden:

- Integriertes Modell: 8,9 %
- Eigentumsmodell: 13,3 %
- Variante Eigentumsmodell: 11,6%
- Finanzholdingmodell: 12,1%
- Getrenntes Modell: 11,2%

Es ist offensichtlich: Die Zahlenbasis ist falsch, wie das Gutachten selbst auf den Seiten 469-470 feststellt.

Erschwert wird die Analyse durch eine gezielte Desinformation eindeutiger Segmentdaten. Trotz der Vorgabe aus Brüssel für eine separate Sparteninformation werden die Geschäftsdaten der 1991 akquirierten Logistiksparte Stinnes nur im Geschäftsbericht 2002 getrennt ausgewiesen. Ab 2003 – und für das gesamte Gutachten – werden die Sparten Bahn und Stinnes saldiert. Das ist natürlich Absicht des Bahnvorstandes, der damit die Bahnzahlen „schönt“. Das Gutachten hätte diese Strategie korrigieren müssen. Stattdessen wird lediglich moniert: „Um Stinnes-Erwerb bereinigte Werte ab 2004 nicht verfügbar“.

Zur korrekten Analyse und Wertung der Bahnstudie müssen somit vorab folgende Vorarbeiten erbracht werden:

- Ermittlung des tatsächlichen Anlagevermögens
- Trennung der Daten in die Segmente Bahn und Stinnes

### **3. Die tatsächliche Entwicklung des Anlagevermögens**

Die Entwicklung der Kenndaten der Bahn AG – zur Ermittlung des ROCE bzw. eines plausiblen bahnspezifischen Kapitalumschlags – weist einige gravierende Brüche bzw. Besonderheiten auf, die es zumindest erschweren, das langfristig erforderliche „Capital Employed“ und damit einen nachhaltigen und plausiblen Wert für den Kapitalumschlag zu definieren:

- Neubewertung des Anlagevermögens zwischen 1993 und 1994
- Behandlung der jährlichen zinslosen Darlehen des Bundes für Investitionen

In der konsolidierten Bilanz per 31.12.1993 der Bahn AG und RB wird ein Anlagevermögen von ca. 52 Mrd. EUR ausgewiesen (siehe Gutachten S. 50). In der Bilanz der reformierten Bahn AG per 31.12.1994 „schrumpft“ diese Masse auf knapp 13 Mrd. EUR (siehe Gutachten S. 56). Dabei wurden erst 1991 voll in Betrieb genommene Neubaustrecken des Hochgeschwindigkeitsverkehrs (z.B. Hannover-Würzburg oder Stuttgart-Mannheim) mit einem Gesamtvolumen von ca. 15 Mrd. EUR gar nicht erst aktiviert.

Im Geschäftsbericht 1994 sind die Wertdifferenzen wie folgt erläutert:

*„Bei den Sachanlagen (außer Grund und Boden) geht die Bewertung von den Buchwerten des Bundeseisenbahnvermögens aus. In der Vergangenheit gewährte Investitionszuschüsse des Bundes, die bei den Sondervermögen Deutsche Bundesbahn und Deutsche Reichsbahn im Eigenkapital verrechnet waren, sowie bei diesen Sondervermögen als Sonderposten passivierte Baukostenzuschüsse von Dritten sind mit den Buchwerten der Sachanlagen verrechnet worden. In die Verrechnung wurden bestehende Rückstellungen wegen unterlassener Instandhaltung und Stilllegung sowie sonstige Wertkorrekturen einbezogen. Insgesamt ergibt sich daraus eine Verminderung der Wertansätze von **75 % bis 80 %** gegenüber den Buchwerten des Bundeseisenbahnvermögens. Die so ermittelten Werte sind als Anschaffungskosten in die Eröffnungsbilanz der Deutsche Bahn AG übernommen worden.“*

Das gravierendste Problem plausibler Daten bildet die Nicht-Aktivierung von Baukostenzuschüssen und zinslosen Darlehen des Bundes an die Bahn AG. Diese machen den Großteil der jährlichen Investitionen in der Größenordnung von 7-10 Mrd. EUR aus und erscheinen weder im Anlagevermögen noch führen sie zu Abschreibungen:

Deutsche Bahn AG (in Mrd. EUR)	Investitionen										
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bruttoinvestitionen	7,1	7,3	7,8	7,1	7,7	8,4	6,9	7,1	10,0	9,1	7,2
Nettoinvestitionen	5,5	5,1	5,1	6,2	3,0	3,2	3,3	3,3	5,4	4,0	3,2
Differenz (nicht aktiviert)	1,6	2,2	2,7	0,9	4,6	5,1	3,6	3,8	4,6	5,1	4,0
Capital Employed	14,9	17,1	18,6	20,9	22,7	24,9	27,4	28,6	30,4	31,0	31,4

Es ist natürlich eine akademisch zulässige Frage, ob zinsfreie Mittel kein renditepflichtiges Kapital darstellen, so wie es die DB AG definiert. Wenn es jedoch darum geht, Bundesvermögen eventuell an Dritte zu veräußern, müssen die Bruttoinvestitionen Basis für die Berechnung des Anlagevermögens und damit des Capital Employed sein.

Die offiziellen Bahn-Bilanzen sind somit **keine repräsentative Basis** für nachhaltige Bilanzkennziffern. Das wird auch im Gutachten festgestellt und korrigiert, aber eben nur in einer unverbindlichen Nebenrechnung. Dabei wird ein „virtueller“ Anlagenspiegel aus den Bruttoinvestitionen bei jährlichen Abschreibungen von 5 % (durchschnittliche Lebensdauer von Bahn-Investitionen: 20 Jahre) errechnet. Dies wird im Folgenden nachvollzogen:

Deutsche Bahn AG (in Mio. EUR)	Anlagevermögen										
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Sachanlagen	63.650	67.239	70.840	74.680	77.725	81.116	85.014	87.310	89.699	94.709	98.638
Brutto-Investitionen	7.128	7.329	7.771	7.136	7.660	8.372	6.892	7.110	9.994	9.121	7.232
Abschreibungen neu	3.539	3.728	3.931	4.091	4.269	4.474	4.595	4.721	4.985	5.191	5.294
Abschreibungen alt	984	1.148	1.387	1.620	1.737	1.965	2.052	2.162	2.434	2.694	2.605

Geht man von einem Anlagevermögen in 1993 von ca. 67 Mrd. EUR aus (52 Mrd. EUR plus 15 Mrd. EUR für die nicht aktivierten Neubaustrecken), erhöht sich das Anlagevermögen bis 2004 auf kontinuierlich ca. 100 Mrd. EUR.

Für die Kennziffern der Sparte Bahn (die Logistiksparte Stinnes wird nur bis 2002 separat ausgewiesen) ergeben sich – zunächst bis 2002 – folgende Kennziffern:

Deutsche Bahn AG (in Mio. EUR)	Renditekennziffern								
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Sachanlagen	63.650	67.239	70.840	74.680	77.725	81.116	85.014	87.310	89.699
Immaterielles Vermögen*)	288	283	282	268	273	267	193	125	514
Vorräte*)	709	597	490	604	654	866	973	992	1.515
Forderungen L+L*)	407	656	679	739	1.015	1.028	1.153	1.137	1.237
<b>Capital Employed</b>	<b>65.054</b>	<b>68.775</b>	<b>72.291</b>	<b>76.291</b>	<b>79.667</b>	<b>83.277</b>	<b>87.333</b>	<b>89.564</b>	<b>92.965</b>
Nettoumsatz*)	14.793	15.249	15.452	15.577	15.348	15.630	15.465	15.722	15.765
EBIT incl.erhöhte Abschreibungen	-2.291	-2.327	-2.225	-2.171	-2.272	-2.438	-2.093	-2.450	-2.514
Umsatzrendite	-15,49	-15,26	-14,40	-13,94	-14,80	-15,60	-13,54	-15,58	-15,94
ROCE	-3,52	-3,38	-3,08	-2,85	-2,85	-2,93	-2,40	-2,74	-2,70
<b>Kapitalumschlag</b>	<b>0,23</b>	<b>0,22</b>	<b>0,21</b>	<b>0,20</b>	<b>0,19</b>	<b>0,19</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,17</b>

\*) lt. Geschäftsbericht

Mit dem korrigierten Anlagevermögen liegt der Kapitalumschlag bei dem erwarteten Niveau von ca. 0,2 (Der Kapitalumschlag der ÖBB liegt aktuell bei 0,16; mit offiziellen Zahlen). Das Betriebsergebnis (EBIT) und die Kapitalrendite (ROCE) sind unter Berücksichtigung der erhöhten Abschreibungen und des korrigierten Capital Employed nachhaltig negativ.

#### 4. Effekte aus der Logistik-Sparte Stinnes

Der Bahnvorstand hat frühzeitig erkannt, dass eine „reine“ Bahn (Personennah- und Fernverkehr, Güterverkehr und Strecke) nicht börsenfähig ist. Man hat deshalb eine frühere Trennung von Schiene und Spedition – als Voraussetzung für eine widerspruchsfreie Politik „Verlagerung Güterverkehr von Straße auf Schiene“ – rückgängig gemacht und den Logistik-Konzern zurückgekauft und wieder in die DB AG integriert. Das ist operativ wenig plausibel wenn nicht sogar kontraproduktiv und dient lediglich der Verdünnung „ungünstiger“ Bahn-Daten.

Der Geschäftsbericht 2002 erlaubt jedoch einer Rekonstruktion aller Bahn-Daten – auch für das gesamte Gutachten. Dies soll am Beispiel des Integrierten Modells demonstriert werden.

Aus dem Geschäftsbericht 2002 ergibt sich folgender Aufriss (offizielle Daten):

Geschäftsbericht Werte in Mio. EUR	2002		
	Bahn	Stinnes	Holding DB
Umsatz	15.765	11.762	27.527
EBIT	37	201	238
Capital Employed	39.520	4.496	44.016
Kapitalumschlag	0,40	2,62	0,63
ROCE (in %)	0,09	4,47	0,54

Ersetzt man die offiziellen durch die richtigen Bahn-Daten, ergibt sich:

korrigiert Werte in Mio. EUR	2002		
	Bahn	Stinnes	Holding DB
Umsatz	15.765	11.762	27.527
EBIT	-2.514	201	-2.313
Capital Employed	92.965	4.496	97.461
Kapitalumschlag	0,17	2,62	0,28
ROCE (in %)	-2,70	4,47	0,54

Es wird davon ausgegangen, dass die Stinnes-Daten sowohl in der offiziellen Berichterstattung der DB AG als auch im Gutachten identisch und richtig sind. Der Kapitalumschlag wird deshalb bei Stinnes mit 2,62 und der Bahn mit 0,17 fest vorgegeben.

Das Integrierte Modell weist – unter Schwärzung der Daten für 2006 und 2009 – folgende Kennzahlen aus, wobei für 2009 ein ROCE größer WACC (8,1 %) formuliert wird:

Gutachten in Mrd. EUR	Holding DB		
	2006	2009	2015
Umsatz			30,8
EBITDA			5,8
EBIT			2,8
Kapitalstock (CE)			31,4
ROCE (in %)			8,9

Bricht man diese kargen Gesamtzahlen mit einer Plausibilitätsrechnung (Basis 2002) auf, wird klar, was dabei passiert. Zunächst die offiziellen Zahlen (dabei wird unterstellt, dass die Sparte Stinnes ein ROCE von ca. 12 % erreicht; diese gute Performance erscheint plausibel):

in Mrd. EUR	2015		
	Bahn	Stinnes*	Holding DB
Umsatz	17,8	13,0	30,8
EBIT	2,2	0,6	2,8
Kapitalstock (CE)	26,4	5,0	31,4
Kapitalumschlag	0,67	2,62	0,98
ROCE (in %)	8,4	12,0	8,9

\* ROCE gesetzt

Der Kapitalstock der Bahn lag 2002 offiziell bei 39,5 Mrd. EUR. Der vergleichbare Wert liegt 2015 bei ca. 26,4 Mrd. EUR (Kapitalstock Stinnes aus gesetztem Kapitalumschlag und ROCE errechnet). Das bedeutet, dass die im Bahngutachten bewertete Strategie von einem Abbau des Capital Employed von ca. 33% ausgeht. In Netzkilometer umgerechnet plant die Bahn in ihrer Mittelfristplanung einen Streckenabbau von weiteren 13.000 km auf ca. 24.000 km. Das steht allerdings nicht explizit im Gutachten! Da der Umsatz im selben Zeitraum lediglich von ca. 16 Mrd. EUR auf ca. 17,8 Mrd. EUR wachsen soll, geht das nur mit einer satten (statistisch durchschnittlichen) Preiserhöhung von jährlich ca. 6 % (inkl. Änderung des Preismix).

Setzt man nun noch den Abbau von 33 % auf das richtige Capital Employed ein – ausgehend von ca. 100 Mrd. EUR in 2004 - ergibt sich folgende Struktur:

korrigiert in Mrd. EUR	2015		
	Bahn	Stinnes*	Holding DB
Umsatz	17,8	13,0	30,8
EBIT	0,2	0,6	0,8
Kapitalstock (CE)	66,6	5,0	71,6
Kapitalumschlag	0,27	2,62	0,43
ROCE (in %)	0,3	12,0	1,1

\* ROCE gesetzt

Der höhere Kapitalstock führt zu ca. 2 Mio. EUR höheren Abschreibungen, entsprechend verringert sich das EBIT von +2,2 auf +0,2 Mio. EUR. Der Kapitalumschlag steigt trotz starkem Kapitalabbau von 0,17 nur auf 0,27. Selbst für einen ROCE in Höhe des im Gutachten unterstellten WACC von 8,1 % müsste die Bahnsparte ein EBIT von 5,4 Mrd. EUR einfahren. Auch das ist nicht vorstellbar.

## 5. Wertansätze bei einer Privatisierung

Prognostiziert werden im Bahngutachten vor allem die Markt- und Wettbewerbsentwicklung des Eisenbahngeschäfts, die finanzielle Entwicklung der DB AG (und damit deren Kapitalmarktfähigkeit) sowie die Haushalts- und Vermögenswirkungen des Bundes und der Länder in den nächsten 10 Jahren nach Privatisierung.

Die Frage nach der Kapitalmarktfähigkeit aller Privatisierungsvarianten ist nach Korrektur des Anlagevermögens bereits eindeutig beantwortet: Die Bahn ist nicht börsenfähig. Die Kapitalverzinsung beträgt selbst im Extremfall einer weiteren Schrumpfung gerade eine schwarze Null. Damit erübrigt sich eigentlich die Frage nach Privatisierungserlösen oder -effekten. Denn weder ein privater Investor wird ein sich nicht verzinsendes Kapital kaufen, noch kann der Bund Dividendeneinnahmen erwarten.

In allen fünf Privatisierungsmodellen errechnet das Gutachten minimale bis maximale Haushalts- und Vermögenseffekte des Bundes. Der Hauptposten bildet dabei der Wert zukünftiger Dividendenzahlungen, die eine privatisierte Bahngesellschaft dem Bund für seine verbleibende Beteiligung abführt (in Mrd. EUR):

	Min	Max
• Integriertes Modell	9,2	14,6
• Eigentumsmodell	9,4	13,0
• Eigentumsvariante (49%)	15,8	
• Finanzholding (49%)	14,7	
• Getrenntes Modell (49%)	14,6	

Diese finanzmathematisch ermittelten Barwerte sind nichts anderes als der Kaufpreis eines potentiellen Investors, wobei der Staat stets maximal 49 % des Streckennetzes veräußern darf, also immer eine Mehrheit am Streckennetz behalten muss. Das hat für einen Investor stets die komfortable Situation zur Folge, dass der Bund über eine gesetzlich bindende Liefer- und Leistungsvereinbarung (LuLV) das Streckennetz mit Erhaltungsinvestitionen in Höhe von ca. 2-3 Mrd. EUR bezuschussen muss, obwohl ihm das Unternehmen nicht mehr gehört.

Allen Modellen wird ein gegenüber der heutigen Staatsholding mehr oder weniger besseren Effizienz – ausgedrückt durch höheren Cash Flow mit allen denkbaren Effekten – unterstellt. Diese Effekte aus unterschiedlichen Wachstumsraten und Marktanteilen möglicher Wettbewerber auf dem Streckennetz sind schwierig nachvollziehbar. Sie mögen stimmen oder nicht; das soll/kann an dieser Stelle nicht kritisch hinterfragt werden. Das wird auch die Politik (Verkehrsausschuss) nicht leisten können.

Die Modellrechnungen basieren z.B. auf einer Benchmark weltweit ausgewählter Transportunternehmen, die über EBIT-Margen – d.h. Umsatzrenditen – oder gar mit einem EBIT – Margenwachstum verglichen werden. Das ist unzulässig und unsinnig, denn nicht die Umsatzrendite, sondern allein die Kapitalrendite ist ein Vergleichsmaßstab.

Das Gutachten stellt dann fest: „Bei einem Großteil der Vergleichsunternehmen der DB AG in den Transport- und Infrastruktursektoren ist es üblich, Investoren an steigenden Gewinnen über Dividendenzahlungen partizipieren zu lassen“ (S. 288). Und weiter: „Als im weiteren Sinne vergleichbare deutsche Unternehmen (Infrastruktur) werden Investoren beispielsweise die Versorger RWE und E.ON in Betracht ziehen, die Dividendenrenditen im Dreijahresdurchschnitt von 3,9 % bzw. 4,0 % aufweisen. Für die folgenden Analysen gehen wir daher davon aus, dass Investoren eine Dividendenrendite von ca. 4,0 % erwarten dürfen. Zudem werden Investoren von der DB AG absolut ansteigende Dividendenausschüttungen erwarten“ (Seite 289). Dass die Gutachter die DB AG direkt auf die Stufe von RWE und E.ON stellen, zeigt, mit welcher unrealistischen Modellrechnungen gearbeitet wird.

## 6. Zusammenfassung und Ausblick

Das Bahngutachten PRIMON ist eine „Mogelpackung“. Im offiziellen Teil wird allen Privatisierungsvarianten mit Kapitalrenditen (ROCE) von mindestens ca. 9 % ab 2009 die Börsenfähigkeit bescheinigt. Tatsächlich erreicht keine der fünf Privatisierungsvarianten eine positive Kapitalrendite, legt man das gesamte beschäftigte Kapital zugrunde. Dieses Ergebnis steht im Gutachten versteckt in einem Anhang (E.2, S. 469-470).

Das Anlagevermögen der DB AG beträgt bei jährlichen Investitionen von 8-10 Mrd. EUR und durchschnittlichen Abschreibungen von 5 % fast 100 Mrd. EUR und nicht ca. 40 Mrd. EUR.

Bei einem Umsatzniveau von ca. 17 Mrd. EUR ergibt sich ein Kapitalumschlag von unter 0,2. Derartige Kapitalstrukturen lassen keine marktübliche Verzinsung zu.

Mit der Gründung der DB AG in Form einer Holding mit operativ getrennten und verantwortlichen Verkehrssparten für den Personennah- und -fernverkehr, den Güterverkehr und das Streckennetz hat die Bundesrepublik Deutschland ein quasi-privatwirtschaftliches Eisenbahnunternehmen. Das Ziel einer Trennung staatlicher und unternehmerischer Verantwortlichkeit ist dabei genau so gewahrt wie bei einer privatisierten Bahn.

Das Ziel, mehr Verkehr von der Straße auf die Schiene zu bringen, hat nichts mit den Privatisierungsvarianten zu tun, sondern erfordert lediglich eine Trennung von der Logistiksparte Stinnes. Man kann nicht in einem Unternehmen gleichzeitig Straße und Schiene fördern. Die Bahn muss sich auf ihr Kerngeschäft Schiene konzentrieren und sich von der Logistiksparte Stinnes trennen. Die Veräußerung von Stinnes würde dem Bund einmalige Erlöse in der Größenordnung eines Jahresumsatzes (10-12 Mrd. EUR) bescheren.

Die Privatisierung der DB AG – in welcher Variante auch immer – wäre für einen Investor nur rentabel, wenn er – wie in den Privatisierungsvarianten unterstellt – das betriebliche Vermögen der DB AG von ca. 100 Mrd. EUR für ca. 15-20 Mrd. EUR vom Bund erwerben könnte und zusätzlich jährliche Subventionen für den Erhalt des Schienennetzes in Höhe von 2-3 Mrd. EUR erhielte. Damit die Rendite eines dann privaten Eisenbahnunternehmens nachhaltig erreicht werden kann, müsste – wie im Gutachten auf Basis der Mittelfristplanung der DB AG gerechnet – das deutsche Streckennetz um ein Drittel stillgelegt und die Bahntarife erheblich erhöht werden.