

Was kosten Privatisierungen?¹

Georg Feigl, Michael Heiling

Im Zuge der Konsolidierungsstrategien in den europäischen Staaten nach der ersten Phase der Finanz- und Wirtschaftskrise rückten auch Privatisierungen als eine Möglichkeit ins Blickfeld. Das gilt nicht nur für Staaten, die sich zu vernünftigen Konditionen nicht mehr an den Kapitalmärkten finanzieren können, sondern etwas überraschend auch für Österreich. Bereits Anfang 2010 führte das WIFO in seiner umfassenden Konsolidierungsstudie (Aiginger et al. 2010) Privatisierungen als eine Option an. Ein Jahr später wurde in einer Studie des Economica-Institutes abermals die potentiellen Vorteile von Privatisierungen untersucht (Helmenstein et al. 2011), die ebenfalls den Privatisierungserlös in den Mittelpunkt rückte. Zudem ist eine dreiteilige Artikelserie von Michael Böheim (2011a, 2011b, 2011c) in den WIFO-Monatsberichten zu erwähnen, die sich grundsätzlich mit der Privatisierung öffentlichen Eigentums als Instrument der Wirtschaftspolitik auseinander setzt.

Ein Manko der Untersuchungen ist die Fokussierung auf den Privatisierungserlös, obwohl dieser weder für das Maastricht-Defizit wirksam wird, noch für die langfristigen Auswirkungen auf die öffentlichen Haushalte aussagekräftig ist, da sich zunächst lediglich die Struktur des Vermögens ändert. Insbesondere ist die fehlende Berücksichtigung der entgangenen Beteiligungsgewinne zu kritisieren, welche die langfristig relevanteste Größe zur Berechnung der finanziellen Auswirkungen darstellen. Implizit wird unterstellt, dass Privatisierungen mit höherer Effizienz Hand in Hand gehen und für alle Beteiligten vorteilhaft sind. Außer Acht gelassen werden hingegen potenziell erlösmindernde Faktoren (schlechtere Refinanzierungsbedingungen privater InvestorInnen sowie Informations- und Transaktionskosten von Privatisierungen).

In der Economica-Studie findet sich – eine andere Studie von Belke/Schneider von 2005 zitierend – in einer Fußnote (Helmenstein et al. 2011: 13) ein Hinweis bezüglich der fehlenden Berücksichtigung der Auswirkungen auf das Maastricht-Defizits:

“It is important to note, however, that privatization proceeds are only allowed to have an impact on the public debt but not on the public deficit. [...] This is a point often neglected by authors writing on Austrian privatisation and the fiscal Maastricht criteria and also not always clear in Austrian political circles”.

Im Rahmen dieses Artikels soll dieser Hinweis aufgegriffen werden, indem die finanziellen Auswirkungen von Privatisierungen auf die Staatsfinanzen untersucht werden. Zunächst wird mit Hilfe von allgemeinen Rechnungslegungsgrundsätzen der Privatisierungsvorgang in den öffentlichen Haushalten analysiert. Hier werden wir zeigen, dass neben den einmaligen Einnahmen insbesondere der langfristige Verlust zukünftiger Erträge miteinzubeziehen ist. Anschließend werden wir für ausgewählte historische Fallbeispiele den bisherigen finanziellen Erfolg darstellen, ohne allerdings die kaum schätzbaren Transaktionskosten der Privatisierung, die indirekten Effekte auf die Abgabentwicklung (Umsätze, Gewinn- und Lohneinkommen) und gesamtwirtschaftliche Effekte (zB Auswirkungen auf Inputpreise anderer Unternehmen) zu berücksichtigen.

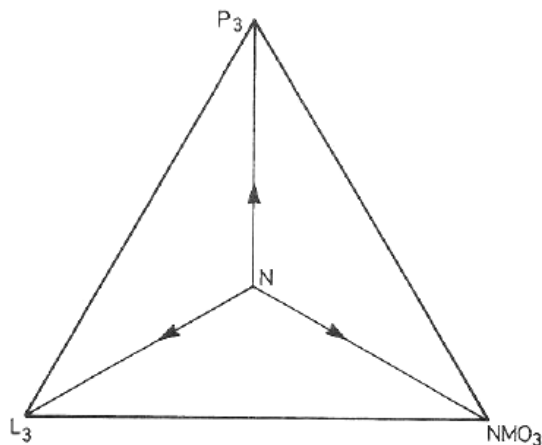
¹ Diesem Beitrag liegt eine umfassendere Studie der beiden Autoren zu Grunde, die auf folgender Seite abrufbar ist: <http://wien.arbeiterkammer.at/bilder/d167/Wug1143.pdf>

1. BESTIMMUNGSGRÖSSEN FÜR DEN (FINANZIELLEN) PRIVATISIERUNGSERFOLG

Die allgemeine Bewertung einer Privatisierung erfordert Antworten auf eine Menge von Vorfragen, die im Wesentlichen subjektiv geprägt sind. Welche Interessengruppen (Beschäftigte, direkte KundInnen, WählerInnen, PolitikerInnen, alte und neue EigentümerInnen, Interessen von indirekt betroffenen Dritten, LieferantInnen, ...) werden in die Analyse aufgenommen? Wie werden unterschiedliche Interessen gegeneinander abgewogen? Was sind die Erfolgskriterien? Wie wird mit zukünftigen Auswirkungen umgegangen?

Eine pragmatische Herangehensweise ist es, die EntscheidungsträgerInnen als Ausgangspunkt zu definieren und den Erfolg an den selbst gesteckten Zielen zu messen. Mehr oder weniger direkt ist dann auf die amtierende Regierung und deren Motive zu fokussieren. Jane Roberts u.a. schlugen im Rahmen ihrer Analyse der Privatisierungen im britischen Energiesektor vor, die Regierungsziele in einem allgemeinen Modell als Trilemma von Privatisierungserlös, industriepolitischen Liberalisierungszielen und sonstigen „non-market objectives“ zu konzeptionalisieren.

Abbildung 1: Erlös, Liberalisierung und öffentliche Ziele als Trilemma der Privatisierung



Quelle: Roberts et al. 1991

Will die Regierung den Privatisierungserlös maximieren, muss sie auf Liberalisierungsschritte und die Erfüllung sonstiger öffentlicher Ziele verzichten. Eine so einseitige Entscheidung wäre etwa im hypothetischen Fall des Staatsbesitzes einer kleinen Bäckerei in einer Großstadt sinnvoll, wo das allgemeine Interesse gegen Null geht und der Markt bereits sehr gute Wettbewerbsbedingungen aufweist. Würde sie aber bspw. versuchen den ÖBB-Personenverkehr unter Auflage der Gewährung aller sozialer Preisnachlässe, Umweltzielen, Beschäftigungsgarantie, Angebotsverdichtung etc. bei gleichzeitiger Streichung der Förderungen sowie Intensivierung des Wettbewerbs zu privatisieren, wird sie keinen Verkaufserlös erzielen können. In der Praxis werden die Regierungsziele jedoch selten so klar definiert sein, dass eine ausführliche Erfolgskontrolle möglich ist.

Obwohl eine reine Darstellung des finanziellen Erfolges von Privatisierungen also jedenfalls zu kurz greift, werden wir uns in Folge auf diesen Teilaspekt konzentrieren, da dieser im Mittelpunkt der öffentlichen Debatte steht und mit den europäischen Konsolidierungsprogrammen verstärkte Beachtung finden wird.. Der finanzielle Erfolg oder Misserfolg ist neben dem eigentlichen Erlös

abhängig von den Kosten und den jeweils angewandten Prinzipien der Rechnungslegung, die wir in einem ersten Schritt näher analysieren.

1.1 Vermögens-, Ertrags- oder Finanzierungsrechnung?

Bisher ist für die Staatsfinanzen – zumindest bei rein gesetzlicher Veranschlagung – eine reine Finanzierungsrechnung in Gebrauch, daher lediglich eine Erfassung der Einzahlungen und Auszahlungen. Eine solche Betrachtung greift allerdings zu kurz, da alle Vorgänge, die die wirtschaftliche Lage verändern ohne zahlungswirksam zu werden, so keine Beachtung fänden.

Um ein illustratives Beispiel zu geben: ein Haushalt, der am Ende eines Jahres sein Haus um 100.000 Euro verkauft, würde selbst dann in dieser Rechnung einen finanziellen Erfolg ausweisen, wenn er es in Zukunft für 10.000 Euro pro Monat wieder zurückmieten muss.

Konzeptionell ist deshalb für die Erfassung des finanziellen Privatisierungserfolgs die Ertrags- und Vermögensrechnung besser geeignet (vgl. etwa Baake/Bach 2011), auch wenn im Falle des Staates eine solche Rechnungsführung nur teilweise über die Berechnungen im Rahmen des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG) – auch als „Maastricht-Rechnung“ bezeichnet – in der Praxis zur Anwendung kommt. Spätestens mit der aktuellen Verschärfung des sogenannten Stabilitäts- und Wachstumspaktes (vgl. Rossmann 2011, Klatzer/Schlager 2011) bzw. der sogenannten Schuldenbremse (vgl. Feigl 2011) sowie den internationalen Haushaltsrechtsreformen gewann diese erweiterte Rechnungslegung zunehmend an Bedeutung.

Abbildung 2: Vermögensrechnung, schematische Darstellung von Privatisierungen

Aktiva	Passiva
Anlagevermögen	Eigenkapital
<i>darunter: Beteiligungen</i>	Fremdkapital
Umlaufvermögen	<i>darunter: Staatsschuld</i>
Schuldenabbau durch Privatisierung:	
- Beteiligung	- Staatsschuld

Quelle: eigene Darstellung

Unternehmensbeteiligungen scheinen in der Vermögensbilanz als Aktiva des Anlagevermögens auf. Gemeinsam mit anderen Aktiva stehen ihnen Passiva – Eigen- und Fremdkapital (insbesondere Staatsverschuldung) – in gleicher Höhe gegenüber. Durch eine Privatisierung ist es möglich, entweder die Bilanzsumme zu verkleinern (indem etwa die Staatsschuld im gleichen Ausmaß reduziert wird), oder durch Umschichtungen innerhalb der Aktiva gleich zu belassen (etwa zu Gunsten von Investitionen in Anlagevermögen, Aufbau anderer Beteiligungen oder Erhöhung des Umlaufvermögens in Form von zB Sparkonten). Am Nettovermögen (Aktiva-Passiva) ändert sich durch Privatisierungen zunächst nichts².

Diese Erkenntnis bleibt im wirtschaftspolitischen Diskurs weitgehend ausgeklammert, nicht zuletzt weil die Vermögensverhältnisse souveräner Staaten methodisch fast ausschließlich anhand der

² Dies impliziert die Voraussetzung, dass die Beteiligung zuvor mit ihrem tatsächlichen Wert in der Bilanz stand. Da es allerdings für den Staatshaushalt noch keine richtige Bilanz gibt, ist auch kein Wert festgesetzt, sodass diese Voraussetzung hinfällig ist. Gäbe es eine Bilanz und wäre diese Voraussetzung nicht erfüllt, käme es zu einem Buchgewinn oder –verlust (in der doppelten Buchführung mit einer „stillen Reserve“ vergleichbar, je nachdem ob der veranschlagte Wert in der Bilanz höher oder niedriger lag als der Privatisierungserlös).

Bruttostaatsschuldenquote analysiert werden. Im europäischen Kontext führen die Fiskalregeln im Rahmen des sogenannten Stabilitäts- und Wachstumspaktes zu einer besonderen Fixierung auf die für die finanzielle Lage eines Landes weniger aussagekräftigere Größe. Analytisch besser geeignet wäre etwa die Relation zwischen Nettovermögen und der Wirtschaftsleistung, die es mangels Vermögensrechnungen aber nicht gibt. Für Österreich liegt lediglich eine bereits ältere Schätzung von Hahn/Magerl (2006) vor, demgemäß die Bruttovermögensquote des Staates 2000 bei 113 % des BIP gelegen ist. Dem standen deutlich geringere Staatsschulden gemäß ESVG (66 % des BIP) bzw. breiter definiertes Fremdkapital von 76 % des BIP gegenüber. Entgegen des in der öffentlichen Debatte geprägten Bildes eines hochverschuldeten Staates dürfte dieser ein beträchtliches gesamtstaatliches Reinvermögen im zwei bis dreistelligen Milliardenbereich aufweisen. Auch wenn dieses nicht zuletzt durch die relativ hohe Neuverschuldung im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise schrumpfte, so ist man von einer Überschuldung im betriebswirtschaftlichen Sinn sehr weit entfernt. Festzuhalten ist, dass sich aus vermögensbilanzieller Perspektive im Allgemeinen keine Notwendigkeit von Privatisierungen ableiten lässt.

Ein Problem, das sich indirekt aus der Vermögensbilanz ergeben könnte (bzw. eigentlich aus der Finanzierungsrechnung), wäre fehlende Liquidität, das heißt notwendige Zahlungsverpflichtungen durch verfügbare Aktiva (sei es indirekt über Kapitalaufnahmen) nicht decken zu können. Dieser Fall scheint für Österreich derzeit unwahrscheinlich zu sein, da InvestorInnen jährlich Milliarden an Staatsanleihen – zu im historischen Vergleich sehr günstigen Konditionen – zu zeichnen bereit sind und sich die Republik damit praktisch jederzeit refinanzieren kann. So lange sich das nicht ändert bleibt nur die Ertragsrechnung um über die finanzielle Sinnhaftigkeit von Privatisierungen urteilen zu können, denn ihr Saldo bestimmt die Veränderung der Nettovermögensposition.

Abbildung 3: Ertragsrechnung, schematische Darstellung von Privatisierungen

Ertrag	Aufwand
Steuern und Abgaben	Personal- und Sachaufwand
sonstige Einnahmen	Zinsaufwand
<i>darunter: Beteiligungseinnahmen</i>	...
Ergebnis (=Defizit)	
Privatisierungseffekt, abhängig von alternativer Kapitalverwendung	
- Beteiligungseinnahmen	
Variante B: + sonstige Einnahmen	Variante A: - Zinsaufwand

nicht enthalten: einmaliger Privatisierungserlös (nur Zahlung, kein Ertrag)

Quelle: eigene Darstellung

Betrachtet man die Ertragsrechnung – also die laufende Rechnungsführung über Aufwände und Erträge, die im Saldo in etwa das staatliche Defizit nach Maastricht ergibt –, so führen Privatisierungen zunächst zu einem Ausfall der Beteiligungseinnahmen. Wirft der zu privatisierende Betrieb Gewinne ab, ergibt sich aus der Privatisierung im ersten Schritt ein geringerer Ertrag und somit eine Verschlechterung der Staatsfinanzen. Im zweiten Schritt wird das zuvor gebundene Kapital nun aber frei für eine alternative Verwendung, die das Ergebnis verbessert. Wird damit die Bilanz verkürzt, sprich werden Schulden zurückgezahlt, kann zB der (Zins-)Aufwand reduziert werden. Denkbar wären aber auch neue Erträge aus alternativer Veranlagung (wie sie etwa das Land Niederösterreich beim Verkauf der Wohnbaurdarlehen unternommen hat, vgl. Rechnungshof 2010). A priori ist in beiden Fällen unklar, ob in Summe ein Ergebnisverbesserung oder –verschlechterung erzielt wird.

Ob eine Verbesserung erzielt wird hängt letztlich vom betrachteten Zeithorizont ab sowie davon, wie 1.) die zukünftige Profitabilität, 2.) die Rentabilität alternativer Kapitalnutzung (zB Zinersparnis aus Schuldenabbau) und 3.) der mögliche Privatisierungserlös eingeschätzt wird.

1.2 Profitabilitätsentwicklung

Entscheidend für die finanzielle Bewertung von Privatisierungen ist sowohl für den Staat als auch für potentielle InvestorInnen die zu erwartende Gewinnentwicklung. Diese ist nur bedingt objektivierbar, wie nicht zuletzt in der Finanzkrise schmerzhaft erfahren werden musste. Zu den wichtigsten objektiven Faktoren zählen auf der Ebene der Unternehmung zB die operative Geschäftsplanung, die historische Performance des Unternehmens und die Analyse einzelner Werttreiber (vgl. zB Rappaport 1999), auf Meso- und Makroebene insbesondere das gesamtwirtschaftliche Umfeld, rechtlichen Rahmenbedingungen und die Wettbewerbsbedingungen.

Im Zusammenhang mit Privatisierungen interessiert insbesondere die Frage, ob die erwartete Profitabilität systematisch von den Eigentumsverhältnissen abhängt. Ist dies der Fall, so könnte der Staat durch Privatisierungen systematisch profitieren (verlieren). Diskontierte Gewinnzuwächse (Verluste), die bei einem weiteren staatlichen Besitz gar nicht erst anfallen würden, gingen in den Verkaufserlös zumindest teilweise ein.

Theoretisch dürften zwei wesentliche Effekte die Profitabilität privatisierter Unternehmen beeinflussen: Zum einen eine eventuell höhere Effizienz in privatwirtschaftlichen Unternehmen, die zu steigenden Gewinnen führt, und zum anderen eine eventuelle Wettbewerbsintensivierung (Böheim 2011a) sowie die Beibehaltung öffentlicher Aufgaben, die die Profitabilität senken sollten.

Selbst eine höhere erwartete Profitabilität (teil-)privatisierter Unternehmen ist aber noch keine Garantie für eine finanziell erfolgreiche Privatisierung. Als erste Nebenbedingung muss gelten, dass die Erwartungen privater InvestorInnen hinsichtlich ihrer Kapitalrendite nicht zu hoch sein dürfen. Zweitens muss für den Staat gelten, dass die Rentabilität einer alternativen Kapitalnutzung trotz Einrechnung der kapitalisierbaren zukünftigen Effizienzsteigerungen geringer ist als der Verlust der anteiligen Gewinne des privatisierten Unternehmens. Als – in dieser Studie in Folge nicht weiter behandelten – dritte Nebenbedingung müsste zudem gewährleistet sein, dass die neuen Eigentumsverhältnisse zu keinen negativen indirekten Effekten führen (zB Verlagerungen ins Ausland mit einem einher gehenden starken Stellenabbau wie etwa bei der Austria Tabak oder internationale Steueroptimierung,) – denn das ginge wiederum zu Lasten zukünftiger öffentlicher Einnahmen.

1.3 Rentabilität alternativer Kapitalnutzung

Finanziell lohnt sich eine Privatisierung für die öffentlichen Haushalte nur dann, wenn für das frei werdende Kapital eine rentablere neue Verwendungsform gefunden wird, als bei einer unveränderten Unternehmensbeteiligung zu erwarten wäre. Zumeist wird diese alternative Verwendung ein Abbau der Staatsverschuldung sein, weshalb im Rahmen dieser Studie der Fokus auf diesem Aspekt liegt. Ebenso könnte man jedoch sinnvolle Einmalinvestitionen mit hoher Rendite vornehmen. Oder es wird eine Art Fonds gegründet, aus dessen Erträgen laufend zB höhere Bildungsausgaben (vgl. Böheim 2011c) getätigt werden. Das Maastricht-Defizit wäre dann allerdings höher – was aktuell weder mit den europäischen Vorgaben noch mit den Defizitziele der Bundesregierung vereinbar wäre.

Die Wahl einer empirisch fundierten Annahme hinsichtlich des Ertrags (respektive der Aufwandsersparnis) der Verwendung der Privatisierungserlöse für den Schuldenabbau spielt für die Bewertung eine große Rolle. Beispielsweise wäre bei einer Zinshöhe wie in Japan (rund 1 %)

praktisch jede Privatisierung eines gewinnbringenden Unternehmens ein finanzieller Verlust, wenn damit ein Schuldenabbau finanziert werden soll. Hingegen wäre wohl jedes Privatisierungsvorhaben lukrativ, wenn die Zinsen zB jenseits von 20 % lägen – zumindest im unrealistischen Fall, dass es keinen Zusammenhang zwischen Zinshöhe und Profitabilitätsersparnis gibt.

In Österreich bestand die Staatsschuld zuletzt zu rund drei Viertel aus Bundesanleihen, die je nach Laufzeit, der Finanzmarktsituation beim Ausgabezeitpunkt und anderen Faktoren unterschiedliche hohe Zinskosten zur Folge haben. 2010 betrug die Durchschnittsverzinsung der für den Bund in diesem Jahr neu aufgenommenen Schulden 3,4 %, für alle ausstehenden Anleihen 4,1 % (BMF 2011). Im Jahr 2011 sank das Zinsniveau weiter (vgl. OeNB 2012) – trotz weiterhin einem historisch hohen Zinsspread zu Deutschland und Rating-Herabstufung. Im Sommer 2012 fiel der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen sogar auf unter 2 %. Für die Berechnung der Zinssparnis bei der Verwendung der Privatisierungserlöse für einen Schuldenabbau wird man daher von einem Zinssatz in einer Größenordnung von 2 bis 4 % ausgehen.

Ein anderer Aspekt ist an dieser Stelle zu erwähnen: Je stärker man davon ausgeht, dass der Unternehmenserfolg unabhängig von den EigentümerInnenstrukturen ist, desto unwahrscheinlicher ist der finanzielle Privatisierungserfolg in Staaten mit guter Bonität. Die Republik Österreich verfügt derzeit über eine sehr gute Bonität und damit das fast geringstmögliche Risiko für eine Veranlagung in Österreich. Die Kapitalkosten sind dementsprechend sehr niedrig – jedenfalls niedriger als die mittelfristige Eigenkapitalrentabilität jedes funktionierenden Unternehmens. Umgekehrt werden private InvestorInnen aufgrund des höheren Ertragsrisikos einer Unternehmensbeteiligung im Normalfall eine höhere Renditeerwartung haben. Folglich kann ein finanzieller Gewinn für den Staat theoretisch nur dann eintreten, wenn die Kaufangebote der an der Privatisierung beteiligten privaten InvestorInnen deutliche Effizienzsteigerungen einpreisen (oder ex post die Unternehmensentwicklung wesentlich hinter den Erwartungen zurückbleiben).

1.4 Privatisierungserlös

Der tatsächlich zu erzielende Erlös aus zukünftigen Privatisierungen hängt maßgeblich von den Erwartungen der potentiellen KäuferInnen ab. Drei wesentliche Einflussfaktoren lassen sich finden: Erstens die zukünftige Ertragslage des Unternehmens (Effizienz- und Wachstumspotentiale), zweitens die eigene Renditeerwartungen der InvestorInnen, die wiederum in Relation zur allgemeinen Rendite- und Risikoeinschätzung stehen; Und drittens empirisch zu beobachtende Verzerrungen der Erwartungen, die sich in einer signifikant positiven längerfristigen Aktien-Outperformance von Privatisierungen (Ahnefeld 2007; unkritisch auch Helmenstein et al. 2011 bzw. Böheim 2011b) zeigen, was im Umkehrschluss zu einem signifikant zu niedrigen Privatisierungserlös – gemessen an der zukünftigen Ertragslage – führt. Als mögliche Gründe (vgl. Ahnefeld 2007: 257ff.) für diese systematischen Verzerrungen werden Vorurteile hinsichtlich der Reformfähigkeit großer staatlicher Organisationen, höhere Informationskosten betreffend zukünftiger Information (die zu einer Übergewichtung vergangener Information führen), die Unterschätzung der Persistenz von Marktmacht, die bewusste Förderung des Kapitalmarktes sowie mangelhaftes Privatisierungsmanagement in Form unerfahrener Kapitalmarktkommunikation oder zwecks eigenem Vorteil für ManagerInnen³ (sei es in Form von Aktienoptionen oder Reputationssteigerung) angeführt. Ahnefeld kommt anhand seiner eigenen empirischen Untersuchung zum Schluss, dass „die Hypothese informationseffizienter Kapitalmärkte für Privatisierungen nicht gestützt werden [kann]“ (ebd.: 292).

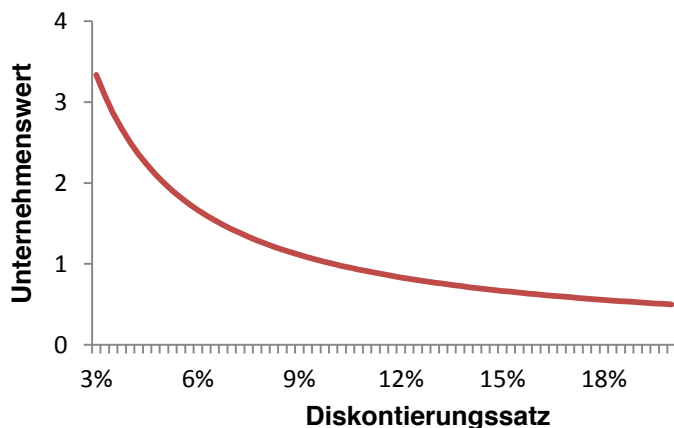
³ Ähnliches dürfte auch für PolitikerInnen gelten, die für die Privatisierung verantwortlich sind: Da in der medialen Berichterstattung der Erfolg oft vereinfacht anhand der Kurssteigerungen gemessen wird, können bewusst niedriger festgelegte Ausgabepreise als politischer Erfolg verkauft werden.

Selbst wenn es keine systematischen Verzerrungen gäbe, kann es angesichts fehlender Gewissheit hinsichtlich der zukünftigen Ertragserwartung und der Abhängigkeit von den allgemeinen Kapitalmarktaussichten keine genaue Schätzung des zu erzielenden Verkaufspreises a priori geben. Das heißt jedoch nicht, dass nicht zumindest eine näherungsweise Schätzung möglich ist. Für börsennotierte Unternehmen kann als Näherungswert der Börsenkurs herangezogen werden.

Bei nicht-börsennotierten Unternehmen ist die Methode der diskontierten freien Cash-Flows (Discounted-Cash-Flow-Methode oder DCF-Methode) eine Möglichkeit sich anzunähern (Kammer der Wirtschaftstreuhänder, 2008). Dabei wird die zukünftige tatsächliche Ertragskraft des Unternehmens – daher bereinigt um Abschreibungen, Rückstellungen, etc – anhand des Barwerts der zukünftig zu erwartenden Zahlungsströme (= Einnahmen und Ausgaben) mit einem von der Renditeerwartung abhängigen Diskontierungssatz geschätzt. Dies kann in der unmittelbaren Zukunft durch Schätzungen für jedes einzelne Geschäftsjahr geschehen, in der langfristigen Perspektive werden grobe Zahlungsströme als Annuitäten einer ewigen Rente betrachtet.

Da neben Erwartungswerten und Berechnungsmethode zukünftiger Zahlungsströme der zu wählende Diskontierungssatz besonders ergebnisrelevant ist, sind die diesbezüglichen Annahmen gut zu begründen. Im Rahmen dieses Beitrages werden die Diskontierungssätze implizit basierend auf historischen Privatisierungsbeispielen bzw den börsennotierten teilstaatlichen Unternehmen ermittelt.

Abbildung 4: Unternehmenswert in Abhängigkeit des Diskontierungssatzes



Quelle: eigene Darstellung

2. REALISIERTE UND POTENTIELLE PRIVATISIERUNGSERLÖSE

Obwohl die Privatisierungsbeispiele der letzten Jahrzehnte recht zahlreich sind, fehlen bisher systematische Evaluierungen hinsichtlich der Auswirkungen auf die öffentlichen Haushalte (Truger 2008). In Folge werden aber zumindest Teilergebnisse für ausgewählte Fallbeispiele in Österreich präsentiert. Zu diesem Zweck analysieren wir die jeweils letzten Privatisierungsschritte jener börsennotierten Unternehmen, an denen die ÖIAG noch beteiligt ist. Diese eignen sich für eine Untersuchung besonders aufgrund der guten Datenlage über eine längere Zeitperiode sowie der

wirtschaftspolitischen Relevanz bzw Größe. Im Falle von OMV und Telekom kommt hinzu, dass allfällige Effizienzgewinne als Folgewirkung der Privatisierung selbst ausgeschlossen werden können, da die letzten Teilprivatisierungsschritte die Besitzverhältnisse (Minderheitenanteile weiter reduziert bei unveränderter Sperrminorität bzw Syndikatsmehrheit) nur unwesentlich verändert wurden.

In einem ersten Schritt werden zunächst die jeweilige durchschnittliche Marktkapitalisierung seit 2006 mit den operativen Cash-Flows seit 2006 gegenüber gestellt, und zwar für jene Unternehmen, die sich noch teilweise in öffentlichem Besitz befinden und gleichzeitig an der Wiener Börse notieren. Es sind dies die Österreichische Post AG, die Telekom Austria AG, die OMV AG, die Verbund AG, die Flughafen Wien AG sowie die EVN AG. In diesem Kontext ist darauf hinzuweisen, dass die Marktkapitalisierung einen Tageswert darstellt, der von einer Reihe externer Einflüsse abhängt. Aus diesem Grund wird in der vorliegenden Untersuchung nicht die tagesaktuelle Marktkapitalisierung verwendet, sondern ein Durchschnitt der letzten fünf Jahre, um etwaige tagesaktuelle Volatilitäten zu glätten. Zudem verwenden wir operative anstelle freier Cash-Flows, erstens weil Aiginger et al. (2010) bzw. Helmenstein et al. (2011) ebenfalls diese Methode gewählt haben und wir die Vergleichbarkeit mit diesen Ergebnissen gewährleisten wollen, und zweitens da die freien Cash-Flows nicht in allen Geschäftsberichten der untersuchten Unternehmen direkt ausgewiesen werden. Dieses Manko versuchen wir auszugleichen, indem wir die Annahme für unseren Diskontierungssatz implizit aus dem Durchschnitt der an der Börse notierten Unternehmen mit öffentlichen Eigentumsanteilen ermitteln.

Abbildung 5: Zusammenhang zwischen Cash-Flows und Marktkapitalisierung

Unternehmen	Durchschnittliche operative Cash-Flows 2006-2010 zu Preisen 2011 (in Mio Euro)	Durchschnittliche Marktkapitalisierung seit 2006 zu Preisen 2011 (in Mio Euro)	impliziter Diskontierungssatz
Österreichische Post AG	248,7	1.787,2	13,9%
Telekom Austria AG	1.622,2	6.492,4	25,0%
OMV AG	2.534,0	10.717,2	23,6%
Verbund AG	894,1	11.091,7	8,1%
Flughafen Wien AG	164,4	1.109,0	14,8%
EVN AG	412,8	2.739,9	15,1%
Summen	5.876,1	33.937,2	
Arithmetisches Mittel	979,4	5.656,2	16,75%
Standardabweichung			6,41%

Quelle: eigene Berechnungen basierend auf den jeweiligen Geschäftsberichten sowie Preisangaben der Wiener Börse AG

Durchschnittlich ergibt sich ein Diskontierungssatz von 16,75% um den Barwert der operativen Cash-Flows in Einklang mit den Unternehmenswerten gemäß durchschnittlichen Aktienkursen zu bringen. Dieser Wert liegt deutlich über dem im Basisszenario bei Helmenstein et al. (2011) angenommenen 5 % als auch über der Minimalvariante bei Aiginger et al. (2010) von 10 %. Bezogen auf die Schätzung des potentiellen Privatisierungserlöses hat dies zur Folge, dass die bisherigen Schätzungen in Höhe von bis zu 25 Mrd Euro deutlich zu hoch erscheinen. In diesem Beitrag wird in Folge daher für die Basisschätzungen ein Diskontierungssatz von 16,75 % zu Grunde gelegt.

Zudem ziehen wir aufgrund der recht großen Bandbreite der Einzelergebnisse einen alternativen optimistischen Diskontierungssatz von 10 % heran. Dieser Wert entspricht der Obergrenze in den vorangegangenen Studien von Helmenstein et al. (2010) bzw. Aiginger et al. (2010) bzw. in unserer Stichprobe der börsennotierten teilprivatisierten Unternehmen die Untergrenze des 99 %-

Konfidenzintervalls⁴. Vergleicht man diese Werte mit den impliziten Diskontierungssätzen unserer historischen Beispiele im folgenden Abschnitt (Minimum 11,7 %, Durchschnitt 15,7 %, Maximum 19,3 %), so erscheinen diese Größenordnungen plausibel. Am Rande sei erwähnt, dass diese historischen Ergebnisse zur impliziten Schlussfolgerung führen, dass in diesen Fällen die InvestorInnen keine signifikanten Profitabilitätssteigerungen durch die Privatisierung selbst eingepreist haben, denn wäre das der Fall gewesen, müssten die Diskontierungssätze deutlich niedriger sein.

Allgemein ist allerdings darauf zu verweisen, dass für genaue Schätzungen potentieller Privatisierungserlöse weiterer Aufwand (insbesondere eine exaktere Bestimmung des Erwartungswerts zukünftiger Cash-Flows basierend auf detaillierten Business-Plänen) notwendig wäre, der den Rahmen dieses Beitrages jedoch sprengen würde.

2.1 Historische Beispiele

Für die konkrete Berechnung der Auswirkungen dieser Teilprivatisierungen auf die Staatsfinanzen wird unterstellt, dass die Erlöse jeweils zu 100 % für eine Reduktion der Staatsschulden eingesetzt wurden. Obwohl diese Verkäufe über die Beteiligungsholding ÖIAG abgewickelt wurden, wird zwecks Vereinfachung angenommen, dass mit den Privatisierungserlösen jeweils das Ausgabevolumen der etwa zu diesem Zeitpunkt tatsächlich begebenen 10-jährigen Staatsanleihe gesenkt wurde. Deren Zinssatz bestimmt somit für den Laufzeitraum der Anleihe näherungsweise die Zinersparnis, weshalb sie jeweils in den folgenden Berechnungen zu Grunde gelegt wird⁵. Zur weiteren Vereinfachung wird auf eine genaue zeitliche Abgrenzung der Jahresüberschüsse und Zinsen verzichtet, da es sich nur um eine zeitliche Verschiebung ohne keine prinzipielle finanzielle Auswirkung handelt.

Die so geschätzte Zinersparnis wird dem Wertverlust aus entgangenen reinvestierten Gewinnen und Ausschüttungen gegenübergestellt. Hierbei stellen die Dividenden die tatsächlichen, die Jahresüberschüsse der Unternehmen hingegen die potenziellen Ausschüttungen dar, die – einen entsprechenden GesellschafterInnenbeschluss vorausgesetzt – der Republik jährlich anteilig zu Gute kommen können. Mit dem Fokus auf Jahresüberschüsse folgt diese Studie konzeptionell etwa der Außenwirtschaftsstatistik, in der das Kapitaleinkommen der Direktinvestitionen sowohl aus ausgeschütteten als auch reinvestierten Gewinnen berechnet wird⁶. Würde man nur die ausgeschütteten Gewinne berücksichtigen, ginge verloren, dass das Einbehalten von Gewinnen eine bewusste Entscheidung der EigentümerInnen ist, die im Normalfall zu höhere Investitionen und damit zu noch höheren Gewinnen in der Zukunft führen sollte. Nur die ausgeschütteten Anteile am Jahresüberschuss zu berücksichtigen würde der ökonomische Vorteil aus der Beteiligung unterschätzen (vergleichbar mit einer langjährige Nullkuponanleihe, wo die Ertragsrechnung auch nicht aufgrund der jährlichen Zahlungsströme erfolgt).

Letztlich wird zur weiteren Vereinfachung der Zinseszinsseffekt aus Finanzierungsvor- bzw -nachteilen vernachlässigt. Wenn zB der Dividendenentgang 2000 um 1 Mio Euro höher lag als die Zinersparnis, so mussten dafür 1 Mio Euro neue Schulden aufgenommen (bzw Steuern erhöht oder Ausgaben gekürzt) werden, was sich in den Folgejahren dauerhaft niederschlägt (zB höhere Zinsausgaben). Hierfür jeweils Annahmen zu treffen und Berechnungen anzustellen würde die Betrachtung lediglich

⁴ Die obere Grenze des Konfidenzintervalls beträgt 23,49 %. Dieser Wert könnte zur Berechnung eines Worst-Case-Szenarios verwendet werden. Im Rahmen dieser Studie wird allerdings darauf verzichtet, da sich sonst nur noch größere geschätzte Verluste für zukünftige Privatisierungen ergeben würden.

⁵ Im Falle der OMV-Berechnung wurde für die Refinanzierung der 2006 auslaufenden Anleihe gleich vorgegangen, daher Durchschnittsrendite der letzten vor der Refinanzierung begebenen Anleihe.

⁶ Deutsche Bundesbank (2011: 16): „Als reinvestierte Gewinne gelten jene Teile des gewöhnlichen Geschäftsergebnisses, welche die getätigten Ausschüttungen übersteigen. Der Direktinvestor entscheidet über ihren Verbleib im Direktinvestitionsobjekt, was somit einer impliziten Wiederanlage entspricht.“

weiter verkomplizieren und die absoluten Zahlen ändern ohne das Ergebnis wesentlich zu verändern. So ergibt sich beispielhaft für die OMV, die den längsten Betrachtungszeitraum abdeckt und damit am stärksten vom Zinseszinsseffekt betroffen wäre, auf Basis der jährlichen Emissionsrendite des Bundes gemäß OeNB-Daten eine Ergebnisverbesserung von lediglich 1 % für die betrachteten 15 Jahre.

Insgesamt waren die untersuchten Privatisierungsschritte von OMV, Post und Telekom kein finanzieller Gewinn für die Republik. Im Gesamten haben diese drei Privatisierungsschritte bis 2010 kumulierte Verluste in Höhe von ca. 1,8 Milliarden Euro (zu Preisen 2011) verursacht. Die Analyse zeigt auch, dass die Privatisierung der OMV in der Betrachtung am stärksten ins Gewicht fällt (da dort die jährliche Ertragsteigerung am höchsten war bzw sie am weitesten in der Vergangenheit liegt).

Abbildung 6: Finanzielle Auswirkungen der Privatisierung von ÖIAG-Unternehmen (in Mio Euro)

Tranche		Ø entgangener Erlös	anteiliger Überschuss	davon Dividenden	Ø Zinsersparnis/Jahr	Ø Ergebnisauswirkung/ Jahr	Gesamtverlust zu Preisen 2011
Post	49 % (2006)	651,7	-71,3	-60,4	24,6	-46,6	-245,9
TA	4,9 % (2006)	323,0	-12,7	-16,3	12,9	0,2	0,2
OMV	14,9 % (1996)	308,4	-111,2	-26,2	16,7	-94,5	-1537,9
						Summe:	-1783,5

Quelle: eigene Berechnungen

Dies unterstreicht den langfristig negativen Ertragsaspekt von Privatisierungen: Während der Privatisierungserlös eine einmalige Umwandlung von Staatsanlagevermögen in liquide Mittel darstellt, werden die jährlichen negativen Auswirkungen auf Dauer fortgeschrieben und wirken sich auch in Jahren und Jahrzehnten noch auf die Staatsfinanzen aus. Einschränkend ist darauf hinzuweisen, dass es sich bei den jeweils letzten Tranchen der noch im ÖIAG-Teilbesitz befindlichen Unternehmen nur um einen sehr kleinen Ausschnitt der Privatisierungshistorie der Republik Österreich handelt. Weitere empirische Untersuchungen wären deshalb nötig um ein gesamthafte Bild der finanziellen Auswirkungen vergangener Privatisierungen zu liefern und zu überprüfen, ob sich die in diesem Beitrag festzustellenden Nettoverluste als generelle Tendenz verallgemeinern lassen.

Eine alternative Methode um die Auswirkungen vergangener Privatisierungen darzustellen bietet das 2013 neu eingeführte Bundeshaushaltsrecht, das sowohl eine Vermögens- als auch eine Ertragsrechnung kennt. Der Vorteil dieser Betrachtungsweise gegenüber der zuvor gewählten Methode liegt darin, dass sie implizit als die beste praktische Entsprechung des Verfassungsgrundsatzes einer „möglichst getreuen Darstellung der finanziellen Lage des Bundes“ (Steger/Pichler 2008: 44) gilt, da die Haushaltsrechtsreform seitens des Finanzministeriums dahingehend ausgearbeitet und einstimmig im Parlament beschlossen wurde. Klammert man abermals die Zwischenschaltung durch die ÖIAG aus bzw. nimmt die sofortige Reduktion der öffentlichen Verschuldung im Privatisierungsjahr an, so ergibt sich eine kumulierte Verschlechterung von 339 Mio Euro in der Ergebnisrechnung sowie einem Verlust von Bewertungsgewinnen über 913 Mio Euro. In Summe ergibt sich ein kumulierter Vermögensverlust von 1,25 Mrd Euro für die Republik.

2.2 Finanzielle Auswirkungen allfälliger weiterer Privatisierungen

Bei der Schätzung von zukünftigen finanziellen Auswirkungen sind zunächst einige Annahmen zu treffen. Neben dem Diskontierungssatz gilt das in erster Linie für die Erträge, für die durchschnittlichen Cash-Flows der letzten fünf Jahre als Erwartungswerte fortschreiben. Würden lediglich Werte vor dem

Krisenjahr 2009 verwendet werden, wären die zukünftigen Ertragserwartungen – und somit die zukünftig zu erwartenden Jahresüberschüsse – höher. Da unklar ist, ob die mit dem Wirtschaftsboom 2007/2008 einhergehenden Rekordgewinne die Regel sein werden bzw. schwere wirtschaftliche Turbulenzen wie 2009 in der Zukunft nicht mehr auftreten, muss zwangsläufig auch die Qualität dieser Schätzmethode unklar bleiben. An dieser Stelle sind die in Aiginger et al. (2010: 131f.) getroffenen Einschränkung hinsichtlich der „[sehr großen] Unsicherheit sowohl hinsichtlich der Prognostizierung zukünftiger Cash-Flows“ bzw der eigentlich notwendigen „individuelle[n] Bewertung jedes einzelnen Unternehmens“ zu unterstreichen. Beispielsweise ist davon auszugehen, dass die durchschnittlichen Cash-Flows dieser Jahre (unter Annahme einer makroökonomischen Stabilisierung) bei der OMV zu einer Unterschätzung der langfristigen Erwartungswerte bzw. bei Post und Telekom durch anhaltenden Konkurrenzdruck im Informationstechnologiebereich sowie die Liberalisierung der Postdienstleistungen zu einer Überschätzung führen könnten.

Für beide Varianten wurde jedenfalls die – auch im aktuellen Privatisierungsdiskurs präsent – Forderung von Wissenschafts- und Wirtschaftsseite herangezogen, den öffentlichen Anteil in den Unternehmen auf eine Sperrminorität von 25 % zu senken. Da ein tatsächlicher Verkaufszeitpunkt nicht abzusehen ist, kann – im Gegensatz zur Ex-Post-Analyse der bereits erfolgten Privatisierungen – nicht der Zinssatz einer tatsächlich begebenen langjährigen Bundesanleihe zur Berechnung der zu erwartenden Zinsersparnis herangezogen werden. Das ist insofern problematisch, als das Ergebnis auf Zinsschwankungen sensibel reagiert. Wir verwenden in Folge – analog zur Cash-Flow-Schätzung – die durchschnittlichen effektiven Zinskosten für Neuauftnahmen von Bundesschulden der Jahre 2006 bis 2010 von 3,62 %.

Gemäß unseren Schätzungen⁷ ist von einem Privatisierungspotential bei einer weiteren Rückführung der öffentlichen Beteiligung auf eine Sperrminorität von 25 % bei den ÖIAG-Unternehmen, dem Verbund und den nicht-börsennotierten Landesversorgern, von 7,6 Milliarden Euro auszugehen. Im günstigsten Fall wäre mit 10,4 Milliarden Euro zu rechnen. Der Staatsschuldenstand nach Maastricht könnte folglich von zuletzt etwa 72 % des BIP (2011) lediglich um etwa 2,5 Prozentpunkte (bzw. bestenfalls um 3,4 pp.) gesenkt werden – allerdings nur auf Kosten einer langfristig ungünstigeren Entwicklung der Verschuldungsquote.

Abbildung 7: Übersicht über die finanziellen Auswirkungen weiterer Privatisierungen

	Wert der direkten öffentl. Anteile >25 %		entfallender Jahresüber.	Zinersparnis		Ergebniswirkung öff. Haushalte/Jahr	
	DS=10 %	DS=16,75 %		DS=10 %	DS=16,75 %	DS=10 %	DS=16,75 %
Börsennotierte	3.545,7		-412,5	128,4		-284,1	
Landes-EVUs	6.848,7	4.088,8	-313,8	247,9	148,0	-65,8	-165,8
Summe	10.394,4	7.634,5	-726,3	376,3	276,4	-350,0	-449,9

Quelle: eigene Berechnungen.

Statt des bei Aiginger et al. (2010: 134) „bis knapp über 1 Mrd. €“ geschätzten Konsolidierungsbeitrags durch Zinersparnis wäre ceteris paribus mit einem zusätzlichen Konsolidierungsbedarf von 450 Mio Euro (rund 0,15 % des BIP) pro Jahr zu rechnen. Die Unterschiede ergeben sich einerseits aus einer mit 276 Mio Euro deutlich niedrigeren Schätzung hinsichtlich der möglichen Reduktion der Zinsausgaben durch die Nichteinrechnung von BIG und öBF. Der weitaus größere Unterschied ergibt sich allerdings aus dem geschätzten Verlust an den anteiligen Unternehmensgewinnen von 726 Mio Euro, die bei Aiginger et al. in die Schätzung nicht miteinbezogen wurden. Legt man optimistische Annahmen hinsichtlich des erzielbaren Privatisierungserlöses zu Grunde, reduzieren sich die geschätzten negativen Auswirkungen auf den Maastricht-Budgetsaldo auf jährlich 350 Mio Euro.

⁷ Eine ausführliche Berechnung und Herleitung dieser Werte finden sich in der Hauptstudie.

Abbildung 8: erweiterte Übersicht über die finanziellen Auswirkungen aus Abb. 22

	Wert der direkten öffentl. Anteile >25 %		entfallender Jahresüber.	Zinersparnis		Ergebniswirkung öff. Haushalte/Jahr	
	DS=10 %	DS=16,75 %		DS=10 %	DS=16,75 %	DS=10 %	DS=16,75 %
Münze	563,4	336,3	-40,7	20,4	12,2	-20,3	-28,5
BIG	3.426,2	2.045,5	-61,2	124,0	74,0	62,8	12,8
öBF	212,7	127,0	-11,4	7,7	4,6	-3,7	-6,8
Teilsumme	4.202,3	2.508,8	-113,3	152,1	90,8	38,8	-22,5
Summe gesamt	14.596,7	10.143,3	-839,5	528,4	367,2	-311,1	-472,4

Quelle: eigene Berechnungen.

Inkludiert man die nur bei Helmenstein et al. angeführte Münze Österreich sowie die beiden aufgrund ihrer primären Funktion als interner Dienstleister im Staat nicht vergleichbaren Unternehmen BIG und öBF, so ändert sich an den zu erwartenden laufenden Verlusten nur wenig: Im Basisszenario sind sie um 22,5 Mio Euro größer, unter den hinsichtlich des Erlöses optimistischeren Annahmen um 38,8 Mio Euro niedriger. Deutlich größer wäre v.a. aufgrund der BIG aber der potentielle Einmalerlös.

Im Zuge der öffentlichen Debatte Anfang Mai 2011 wurde seitens der Industriellenvereinigung ganz allgemein Privatisierungspotential bei „Beteiligungen der Länder, Städte und Gemeinden“ verortet bzw. „ein Überdenken der öffentlichen Beteiligungen an Unternehmen“ eingefordert (IV 2011). Gemäß einer Studie des Staatsschuldenausschusses (Grossmann/Haut 2010: 40) würden rund 2.300 Unternehmen darunter fallen, wovon die Mehrheit primär in den Aufgabenbereich der „Infrastrukturbereitstellung und/oder -versorgung“ (zB Wasser, Straßen oder Immobilien) einzuordnen ist. Diese Zahl an Beteiligungen sprengt den Rahmen dieser Analyse der finanziellen Auswirkungen.

Wichtig wäre es in diesem Zusammenhang, wenn als ersten Schritt qualitativ und quantitativ bessere Informationen auf allen staatlichen Ebenen dargestellt werden würden. Auf Bundesebene gibt es seit 2009 den Ausgliederungsbericht, der derzeit 80 Konzernholdings bzw Unternehmen des Bundes umfasst, die 2009 mit einem Umsatz von 13,3 Mrd Euro, 97.802 Beschäftigten und 4,8 Mrd Euro Investitionen eine volkswirtschaftlich relevante Größe aufweisen. Mit einem Anlagevermögen von 41,8 Mrd Euro sowie Eigenmitteln von 8,6 Mrd Euro ist ein deutlich größeres Privatisierungspotential zu vermuten. Am Ergebnis würde diese erweiterte Betrachtung aber nur wenig ändern, da bei gegebenen Rahmenbedingungen weder die ÖBB, noch die Universitäten, noch die Bundestheater-Holding, noch Beteiligungen an Kleinunternehmen wie zB die Öst. Bibliothekenverbund GmbH oder die Familie & Beruf Management GmbH große Privatisierungsgewinne erwarten lassen.

Einen Sonderfall stellen die im Zuge der Finanzkrise durchgeführten Notverstaatlichung defizitärer Banken dar, für die mittelfristig Reprivatisierungen geplant sind. Angesichts der derzeit insgesamt unsicheren Situation des Finanzsektors erscheint eine Einbeziehung der kaum zu schätzenden finanziellen Auswirkungen dieser geplanten Unternehmensveräußerungen nicht möglich.

3. CONCLUSIO

Die bisherigen Untersuchungen hinsichtlich der finanziellen Auswirkungen von Privatisierungen auf die Staatshaushalte drei wesentliche Lücken aufweisen: Erstens werden die Auswirkungen nicht in Vermögens-, Ertrags- und Finanzierungsrechnung getrennt. Das hat zur Folge, dass der Privatisierungserfolg zumeist einseitig am kurzfristig positiven Ergebnis an der nur beschränkt aussagekräftigen Finanzierungsrechnung gemessen wird, während das Ergebnis in der

Vermögensrechnung bzw. in der – für den Maastricht-Saldo eher relevanten – Ertragsrechnung ausgespart wird. Zweitens wird der einmalige Erlös in den Mittelpunkt gestellt, während der zukünftige Entgang der anteiligen Unternehmensgewinne keine Berücksichtigung findet. Und drittens wurde bei empirischen Betrachtungen vergangener Privatisierungen bisher vor allem auf die Auswirkungen auf das Unternehmen selbst fokussiert, nicht aber auf jene auf die öffentlichen Haushalte. Mit dieser Arbeit wurde versucht diese Forschungslücke ein Stück weit zu schließen.

Die Untersuchung historischer Privatisierungsschritte anhand der Beispiele der jeweils letzten Schritte bei OMV, Telekom und der Post zeigt, dass Privatisierungen in der Vergangenheit eine langfristige Belastung der öffentlichen Haushalte zur Folge hatte. Je nach Schätzmethode – anteilig entgangene Jahresüberschüsse abzüglich Zinsersparnis bzw. gemäß den Rechnungslegungsvorschriften des Bundeshaushaltsrechts 2013 – ergibt sich ein bisheriger Gesamtverlust von 1,25 bzw. 1,78 Mrd. Euro. Der Großteil des Verlustes geht auf das Ergebnis bei der OMV zurück, einerseits weil diese Teilprivatisierung bereits 15 Jahre zurückliegt, andererseits weil sich die entgangenen Jahresüberschüsse sehr dynamisch entwickelt haben während gleichzeitig das Zinsniveau der Staatsverschuldung über die Zeit deutlich zurückgegangen ist.

Hinsichtlich der geschätzten Auswirkungen zukünftiger Privatisierungen auf die öffentlichen Haushalte kommen wir zu dem Ergebnis, dass bei einer Rückführung des öffentlichen Anteils auf eine Sperrminorität von 25 % plus eher mit einer Belastung als mit einem Konsolidierungsbeitrag für die öffentlichen Haushalte zu rechnen ist. Zwar könnte mit den einmaligen Privatisierungserlösen der Bruttoschuldenstand um einige Prozentpunkte des BIP gesenkt werden; allerdings ginge damit ein Verlust an Ertrag bringendem Vermögen Hand in Hand, der nach Abzug der möglichen Zinsersparnis zu einer jährlichen Belastung der öffentlichen Finanzen im Ausmaß von 0,15 % (bzw. in einem günstigeren Szenario von 0,1 %) des BIP pro Jahr führen würde.

Dieses Ergebnis steht damit im Widerspruch zu den in Österreich zuletzt veröffentlichten Studien von Aiginger et al. (2010) bzw. Helmenstein et al. (2011), die eine Verbesserung der öffentlichen Haushalte aus einer allfälligen weiteren Privatisierungen ableiten. Einschränkend ist jedoch festzuhalten, dass all diese Ergebnisse eine Zeitpunktbetrachtung darstellen, die vor allem mit dem allgemeinen wirtschaftlichen Umfeld bzw. Ertrags- und Risikoerwartungen schwanken. Das gilt insbesondere für die Entwicklung der Unternehmen im Energiesektor, die durchgängig mehrheitlich im öffentlichen Besitz stehen und den Großteil des Privatisierungspotentials darstellen. Im letzten Jahrzehnt stiegen insbesondere wegen der zunehmenden Energieknappheit die Energiepreise deutlich – und mit ihnen die Gewinne der Öl-, Gas- und Stromerzeuger bzw. -lieferanten. Wie die Darstellung der historischen Privatisierungsbeispiele zeigte, war diese Entwicklung zum Zeitpunkt der letzten OMV-Teilprivatisierung in diesem Ausmaß noch nicht abzusehen und damit auch noch nicht eingepreist. Diese *windfall profits* gingen dem Staat verloren und führten ex post zu einem beträchtlichen Verlust aus diesem Privatisierungsschritt.

Ein zweiter wichtiger Aspekt der Ertrags- und Risikoerwartungen stellen die Refinanzierungskosten des Staates sowie die europäischen budgetpolitischen Vorgaben dar. Griechenland, Irland und Portugal haben in Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise gezeigt, dass das Zinsrisiko bei gegebener wirtschaftspolitischer Konfiguration der Eurozone nicht zu unterschätzen ist. Ein möglicher Zinsschock in Österreich müsste aber sehr groß (etwa +5 %) sein um unsere Ergebnisse zu drehen.

Abschließend ist festzuhalten, dass gerade in der aktuellen Situation, in der sich internationale private-equity-Fonds bereits Traumrenditen durch vermeintlich unabwendbare Privatisierungen ausrechnen (Economist 2011: 73), im Sinne des Gemeinwohls höchste Vorsicht vor vorschnellen Privatisierungen geboten ist. Denn am Ende des Tages könnten diese der öffentlichen Hand teuer zu stehen kommen.

LITERATURVERZEICHNIS

Ahnefeld, Martin Alexander (2007): Die Performance von Privatisierungen am Kapitalmarkt - Langfristige Aktienkursentwicklung, Risiko und Ertragserwartungen ehemals staatlicher Unternehmen in Westeuropa. Deutscher Universitätsverlag

Aiginger, Karl / Böheim, Michael / Budimir, Kristina / Gruber, Norbert / Pitlik, Hans / Schratzenstaller, Margit / Walterskirchen, Ewald (2010): Optionen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte in Österreich. WIFO

Baake, Pio / Bach, Stefan (2011): Privatisierung in Griechenland sollten in ein längerfristiges wettbewerbspolitisches Konzept eingebunden werden. In: DIW Wochenbericht 23/2011, S. 12. [Online am 29.7.2011:] http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.373223.de/11-23-3.pdf

BMF – Bundesministerium für Finanzen (2011): Bericht an den Ausschuss des Nationalrates gemäß § 65 Abs. 5 BHG. BMF

Bundesgesetzblatt (2010): Bundeshaushaltsverordnung 2013. Verordnung 266, Teil II, ausgegeben am 24. August 2010. [Online am 12.2.2012:] https://www.bmf.gv.at/Budget/Haushaltsrechtsreform/RechtlicheGrundlagen/RechtlicheGrundlage_11682/Verordnungen/BGBLA_2010_II_266.pdf

Böheim, Michael (2011a): Die Privatisierung öffentlichen Eigentums als Instrument der Wirtschaftspolitik: Privat- versus Staatseigentum an Unternehmen – theoretische Grundlagen. In: WIFO-Monatsberichte 9/2011, 593-604. WIFO.

Böheim, Michael (2011b): Die Privatisierung öffentlichen Eigentums als Instrument der Wirtschaftspolitik: Privat- versus Staatseigentum an Unternehmen – empirische Evidenz und standortpolitische Überlegungen. In: WIFO-Monatsberichte 10/2011, 675-686. WIFO.

Böheim, Michael (2011c): Die Privatisierung öffentlichen Eigentums als Instrument der Wirtschaftspolitik: Privat- versus Staatseigentum an Unternehmen – praktische Umsetzung von Privatisierungsvorhaben und wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen. In: WIFO-Monatsberichte 11/2011, 727-741. WIFO.

Bontrup, Heinz / Marquardt, Ralf (2010): Kritisches Handbuch der deutschen Elektrizitätswirtschaft: Branchenentwicklung- Unternehmensstrategien- Arbeitsbeziehungen. Edition sigma.

DerStandard.at (2011): BIG verkauft Osttiroler Berge. [Online am 3.8.2011:] <http://derstandard.at/1308681004221/Finale-BIG-verkauft-Osttiroler-Berge>

Deutsche Bundesbank (2011): Direktinvestitionen laut Zahlungsbilanzstatistik für den Berichtszeitraum 2007 bis 2010. [online am 3.8.2011:] <http://www.bmwi.de/BMWi/Redaktion/PDF/A/auslaendische-direktinvestitionen-netto-im-ausland-nach-laendergruppen-und-wirtschaftszweigen,property=pdf,bereich=bmwi,sprache=de,rwb=true.pdf>

Economist (2011): Waiting to turn trash into treasure. Hedge funds and deleveraging. In: The Economist, Nov. 19th 2011. The Economist Newspaper.

Eiselt, Andreas/Müllner, Stefan (2008): IFRS-Kapitalflussrechnung. Darstellung und Analyse von Cashflows und Zahlungsmitteln. Erich Schmidt Verlag.

Grossmann, Bernhard / Haut, Eva (2010): Infrastrukturinvestitionen: Ökonomische Bedeutung, Investitionsvolumen und Rolle des öffentlichen Sektors in Österreich. Studie im Auftrag des

Staatsschuldenausschusses. [Online am 06.06.2011:] http://www.staatsschuldenausschuss.at/de/img/studie_infrastrukturinvestitionen-gesamtfassung_tcm163-197236.pdf

Feigl, Georg (2011): Budgetpolitische Spielräume schaffen statt Ausbremsen! In: Wirtschaftspolitik – Standpunkte 4/2011, 2-4. [Online am 28.12.2011:] http://wien.arbeiterkammer.at/bilder/d163/ak_wirtschaftspolitik_04_2011.pdf

Hahn, Franz R. / Magerl, Christa (2006): Vermögen in Österreich. In: WIFO Monatsberichte 1/2006, 53-67. WIFO

Helmenstein, Christian / Alt, Raimund / Berrer, Helmut / Borrmann, Julia (2011): Privatisierungspotentiale bei öffentlichen Unternehmen in Österreich. Studie im Auftrag der Wiener Börse AG. Endbericht. Economica

IV – Industriellenvereinigung (2011): Privatisierungen helfen, Staatshaushalt wieder ins Lot zu bringen. [online am 8.8.2011:] <http://www.iv-net.at/b2488>

Kammer der Wirtschaftstrehänder (2008): Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstrehänder zur Unternehmensbewertung. Kammer der Wirtschaftstrehänder

Klatzer, Elisabeth / Schlager, Christa (2011): Europäische Wirtschaftsregierung – eine stille neoliberale Revolution. In: Kurswechsel 1/2011. BEIGEWUM. [online am 3.8.2011:] <http://www.beigewum.at/wordpress/wp-content/uploads/Kurswechsel-1-2011-Klatzer-Schlager.pdf>

Mader, Katharina (2010): Ausgliederungen aus dem Bundeshaushalt, neuer Stand und vertiefende Evaluierungen. In: Ausgliederungen aus dem öffentlichen Bereich – Versuch einer Bilanz, 7-133. AK Wien

Moody's investors service (2010): Bundesimmobiliengesellschaft m.b.H. sub-sovereign credit analysis. [online am 8.8.2011:] http://www.big.at/fileadmin/user_upload/Content/Media/01-Unternehmen/04-Investor_Relations/Rating%20Bericht%20Moody's%202010.pdf

OeNB (2012): Renditen auf dem österreichischen Rentenmarkt. [online am 16.1.2011:] <http://www.oenb.at/isaweb/report.do?lang=DE&report=2.11>

Rechnungshof (2010): Veranlagungsmanagement des Landes Niederösterreich hinsichtlich der Erlöse aus der Verwertung der Wohnbauförderungsdarlehen und dem Verkauf der Beteiligungen. [Online am 13.7.2011:] <http://www.rechnungshof.gv.at/berichte/ansicht/detail/veranlagungsmanagement-des-landes-niederoesterreich-hinsichtlich-der-erluese-aus-der-verwertung-der-w.html>

Roberts, Jane / Elliott, David / Houghton, Trevor (1991): Privatising Electricity. The Politics of Power. Belhaven Press.

Rappaport, Alfred (1999): Shareholder Value. Schäffer-Poeschel-Verlag.

Rossmann, Bruno (2011): Die neue europäische Steuerungsarchitektur – „More of the same“ statt Paradigmenwechsel. In: Wirtschaft und Gesellschaft 2/2011. AK Wien

Schäfer, Roland (2012): Wie sollen Kommunen wirtschaften? Chancen und Gefahren von Rekommunalisierung [online am 6.2.2012:] <http://www.dgb.de/presse/++co++e047400a-405b-11e1-7938-00188b4dc422>

Steger, Gerhard / Pichler, Alfred (2008): Das neue Haushaltsrecht des Bundes. Verlag Österreich

Truger, Achim (2008): Privatisierung und öffentliche Finanzen. In: WSI-Mitteilungen 10/2008, 548-555. Hans-Böckler-Stiftung