

# Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft

Was kosten Privatisierungen?

114 Georg Feigl  
Michael Heiling

Materialien zu Wirtschaft  
und Gesellschaft Nr. 114

Herausgegeben von der Abteilung Wirtschaftswissenschaft und Statistik  
der Kammer für Arbeiter und Angestellte  
für Wien

## **Was kosten Privatisierungen?**

**Eine Analyse der Auswirkungen erfolgter und allfälliger zukünftiger  
Privatisierungsschritte auf öffentliche Haushalte**

Georg Feigl und Michael Heiling

März 2012

---

Die in den Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft  
Veröffentlichten Artikel geben nicht unbedingt die  
Meinung der AK wieder.

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Ein Titeldatensatz für diese Publikation ist bei  
der Deutschen Bibliothek erhältlich.

ISBN 978-3-7063-0426-9

© Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien  
A-1041 Wien, Prinz-Eugen-Straße 20-22, Tel: (01) 501 65, DW 2283

# VORWORT

Spätestens mit der Finanz- und Wirtschaftskrise schien zunächst die Diskussion um weitere Privatisierungen beendet zu sein. Es wurde klar, dass auch privates Eigentum keine Erfolgsgarantie bedeutet. Zudem sah sich die Bundesregierung gezwungen, sich mit mehreren Milliarden Euro an fast allen größeren Banken zu beteiligen um das Finanzsystem zu retten.

Weitgehend unabhängig davon gibt es zwei weitere Faktoren, die für weitere Privatisierungen zunehmend hinderlich sind: Zum einen sind dies mehrere Fälle dubioser Vorgänge rund um die letzten Privatisierungen. Zum anderen ist die Privatisierungsskepsis in der Bevölkerung aufgrund nur sehr bescheidener Ergebnisse wachsend. Beispielsweise in Deutschland führt das immer häufiger zu Rekommunalisierung bei der Erbringung gewisser Leistungen (vgl. Schäfer 2012).

Mit dieser Studie wollen wir einen weiteren Aspekt beleuchten, der auf den ersten Blick paradox erscheint, nämlich eine Analyse der Kosten und Erträge von Privatisierungen. Das Ergebnis ist längst nicht so klar wie es auf den ersten Blick erscheint, da – im Gegensatz zu kurzfristigen Privatisierungserlösen – die entgangenen Beteiligungserträge der Zukunft zumeist nicht berücksichtigt werden. Ein Vorgehen, das überraschender Weise dem von Privatisierungsbefürwortern immer propagiertem privatwirtschaftlichen Denken diametral zuwider läuft.

Gerade angesichts der angespannten Situation knapper Staatsfinanzen, die durch den Druck von InvestorInnen und europäischen politischen Vereinbarungen verschärft wird, ist eine umfassende Betrachtung der finanziellen Aspekte wichtig. Einseitige Analysen könnten zu vorschnellen Privatisierungsentscheidungen führen, die mittelfristig die nach Maastricht-Kriterien berechneten Budgetsalden verschlechtern könnten. Leider wurde diese Möglichkeit von den BefürworterInnen weiterer Privatisierungen ausgeblendet, teilweise ganz bewusst um die Konsolidierungsdebatte für einen nicht finanziell motivierten Privatisierungsvorstoß zu nutzen. Die Frage, ob unabhängig von den Kosten und Erträgen für die öffentlichen Haushalte andere wirtschaftspolitische Motive (zB Effizienz, Wettbewerb, Ideologie, Vergrößerung der Börsen-Marktkapitalisierung, Abbau staatlicher Kontrolle) Privatisierungen, rechtfertigen, wird im Rahmen dieser Studie allerdings nicht behandelt.

Wir hoffen, mit dieser Studie einen Schritt in Richtung einer sachlicheren Debatte über finanzielle Aspekte von öffentlichem Eigentum zu setzen. Aufbauend auf den Ergebnissen dieser Studie zeigt sich, dass Privatisierungen zwar einen einmaligen Mittelzufluss bringen, allerdings langfristig zu einer Verschlechterung der Staatsfinanzen führen können.

Silvia Angelo, Heinz Leitsmüller, Markus Marterbauer

Wien, Jänner 2012

# Kurzzusammenfassung

Diese Studie überprüft mit Hilfe neuer Methoden die weit verbreitete Annahme, wonach Privatisierungen eine finanzielle Verbesserung der öffentlichen Haushaltslage bewirken. Im ersten Schritt wird gezeigt, dass lediglich eine kurzfristige Verbesserung der Liquiditätssituation gewiss ist, während die mittel- und langfristigen Auswirkungen auf die Vermögensposition und das laufende Defizit von spezifischen Bedingungen abhängt. Ob es insgesamt tatsächlich zu einer Verbesserung kommt, ist deshalb Fall für Fall zu überprüfen.

Im auf österreichische Fallbeispiele beschränkten empirischen Teil werden die jeweils letzten Verkäufe öffentlicher Anteile an der OMV, der Telekom Austria sowie der Post untersucht. Je nach Berechnungsmethode ergibt sich ein kumulierter Verlust von 1,25 bis 1,78 Mrd Euro, da insbesondere bei der OMV in den Folgejahren der Ertragsentgang den Zinsvorteil durch einen niedrigeren Schuldenstand deutlich übertroffen hat. Anschließend erfolgt eine Schätzung der finanziellen Auswirkung möglicher weiterer Privatisierungsschritte auf die öffentlichen Finanzen mit dem Schwerpunkt Energieversorger. Es zeigt sich, dass unter den derzeitigen Bedingungen bei weiteren Privatisierungsschritten mit einer neuerlichen Verschlechterung der Staatsfinanzen zu rechnen wäre.

---

## ABSTRACT

This study analyses the common assumption that privatizations improve public finances using new methods. First, it demonstrates that an unequivocal improvement of the fiscal position can only be projected for the liquidity position in the short run, while the medium- and long-term effects on government assets and deficits depend on assumptions. Therefore the overall result must be investigated on a case by case basis.

In the empirical part restricted to Austrian case studies we investigate the latest sales of shares in OMV, Telekom Austria and the Austrian Post held by the public sector. Depending on the method of calculation, these yield a cumulative loss for the public sector of 1.25 to 1.78 Bio. Euro, since the foregone earnings significantly exceeded the reduced interest on public debt, especially for the OMV. Finally, an estimation of the effects of potential future privatizations in particular of energy providers on public finances shows that under current circumstances this would lead to a further deterioration of public finances.

# INHALTSVERZEICHNIS

1.	Einleitung.....	1
2.	Bestimmungsgrößen für den finanziellen Privatisierungserfolg.....	2
2.1	Profitabilitätsentwicklung.....	4
2.2	Rentabilität alternativer Kapitalnutzung.....	5
2.3	Privatisierungserlös.....	6
3.	Historische Beispiele.....	13
3.1	OMV AG.....	14
3.2	Telekom Austria AG.....	15
3.3	Österreichische Post AG.....	16
3.4	Zusammenfassende Betrachtung der Fallbeispiele.....	17
3.5	Historische Betrachtungsweise gemäß neuem Bundeshaushaltsrecht.....	18
4.	Prognose der finanziellen Auswirkungen allfälliger weiterer Privatisierungen.....	22
4.1	Börsennotierte Unternehmen.....	23
4.2	Landesenergieversorger.....	24
4.3	Münze Österreich AG.....	26
4.4	Österreichische Bundesforste.....	27
4.5	Bundesimmobiliengesellschaft.....	28
4.6	Weitere Unternehmen.....	29
4.7	Zusammenfassung der Schätzergebnisse.....	30
5.	Conclusio.....	32
	Literaturverzeichnis.....	34

## ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1:	Vermögensrechnung, schematische Darstellung von Privatisierungen.....	2
Abbildung 2:	Ertragsrechnung, schematische Darstellung von Privatisierungen.....	4
Abbildung 3:	Unternehmenswert in Abhängigkeit des Diskontierungssatzes.....	7
Abbildung 4:	Zusammenhang zwischen operativem Cash-Flow und freiem Cash-Flow.....	8
Abbildung 5:	Empirischer Zusammenhang zwischen Cash-Flows und durchschnittlicher Marktkapitalisierung.....	10
Abbildung 6:	Empirischer Zusammenhang zwischen Cash-Flows und Marktkapitalisierung 2011.....	11
Abbildung 7:	Empirischer Zusammenhang zwischen Cash-Flows und tatsächlich erzielten Unternehmenswerten anhand der Beispiele Post, TA und Austria Tabak (in Mio Euro, privatisierte Anteile in Klammern).....	12
Abbildung 8:	Privatisierungsschritte bei OMV, TA und Post seit 1990.....	13
Abbildung 9:	Ertragsentgang und Zinersparnis des Bundes durch den letzten Teilprivatisierungsschritt der OMV AG (in Mio Euro).....	15
Abbildung 10:	Ertragsentgang und Zinersparnis des Bundes durch den letzten Teilprivatisierungsschritt der Telekom Austria AG (in Mio Euro).....	16
Abbildung 11:	Ertragsentgang und Zinersparnis des Bundes durch den letzten Teilprivatisierungsschritt der Österreichischen Post AG (in Mio Euro).....	17
Abbildung 12:	Finanzielle Auswirkungen der Privatisierung von ÖIAG-Unternehmen (in Mio Euro) ..	17
Abbildung 13:	Privatisierungsauswirkungen bei Post, TA und OMV – Ergebnisrechnung.....	19
Abbildung 14:	Privatisierungsauswirkungen bei Post, TA und OMV – Vermögensrechnung.....	20
Abbildung 15:	Durchschnittliche Verzinsung sämtlicher Neuaufnahmen des Bundes 2006-2010.....	23

Abbildung 16: potentielle Privatisierungserlöse und geschätzte Ertragsauswirkung bei börsennotierten Unternehmen (in Mio Euro) .....	24
Abbildung 17: potentielle Privatisierungserlöse bei Landesenergieversorgern (in Mio Euro).....	25
Abbildung 18: geschätzte Ertragsauswirkung bei Teilprivatisierung von Landesenergieversorgungsunternehmen (in Mio Euro) .....	26
Abbildung 19: potentieller Privatisierungserlös und geschätzte Ertragsauswirkung – Münze Österreich AG (in Mio Euro) .....	26
Abbildung 20: potentieller Privatisierungserlös und geschätzte Ertragsauswirkung – Österreichischen Bundesforste AG (in Mio Euro) .....	27
Abbildung 21: potentieller Privatisierungserlös und geschätzte Ertragsauswirkung – Bundesimmobilien GmbH (in Mio Euro) .....	29
Abbildung 22: Übersicht über die finanziellen Auswirkungen weiterer Privatisierungen .....	30
Abbildung 23: erweiterte Übersicht über die finanziellen Auswirkungen aus Abb. 22 .....	31

# 1. EINLEITUNG

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 zwar grundsätzlich mit der Privatisierung öffentlichen Eigentums als Instrument der Wirtschaftspolitik auseinander setzt, am Rande aber auch den finanziellen Aspekt behandelt.

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 dieser Studie 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 über die einmaligen Einnahmen aus Vermögensverkäufen – und den daraus resultierenden möglichen Zinersparnissen bei Schuldenabbau – hinaus insbesondere der 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 die gesamtwirtschaftliche Effekte (zB Auswirkungen auf Inputpreise anderer Unternehmen) zu berücksichtigen. Zuletzt schätzen wir für einige in Diskussion befindliche potentiell zu privatisierende Unternehmen die zu erwartenden direkten Auswirkungen auf die Staatsfinanzen.

## 2. BESTIMMUNGSGRÖSSEN FÜR DEN FINANZIELLEN PRIVATISIERUNGSERFOLG

Die Darstellung des finanziellen Erfolges oder Misserfolges von Privatisierungen ist neben dem eigentlichen Erlös abhängig von den jeweils angewandten Prinzipien der Rechnungslegung. 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 Debatte über die Einführung einer sogenannten Schuldenbremse (vgl. Feigl 2011) sowie der Umsetzung der weitgehenden Haushaltsrechtsreform auf Bundesebene, bei der ab 2013 sowohl eine Ertrags- als auch eine Vermögensrechnung eingeführt wird, gewann diese erweiterte Rechnungslegung auch politisch zunehmend an Bedeutung.

**Abbildung 1: Vermögensrechnung, schematische Darstellung von Privatisierungen**

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

gens in Form von zB Sparkonten). Am Nettovermögen (Aktiva-Passiva) ändert sich durch Privatisierungen zunächst nichts<sup>1</sup>.

Diese triviale Erkenntnis bleibt im wirtschaftspolitischen Diskurs weitgehend ausgeklammert, nicht zuletzt weil die Vermögensverhältnisse souveräner Staaten methodisch fast ausschließlich anhand der 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, sodass sich insgesamt ein beträchtliches gesamtstaatliches Reinvermögen ergab. Auch wenn dieses nicht zuletzt durch die relativ hohe Neuverschuldung im Zuge der Finanzkrise geschrumpft sein dürfte, so scheint man von einer Überschuldung im betriebswirtschaftlichen Sinn sehr weit entfernt zu sein.

Aus vermögensbilanzieller Perspektive lässt sich jedenfalls im Allgemeinen aus dem Schuldenstand keine Notwendigkeit von Privatisierungen ableiten, da sie keine Auswirkung auf die für die Bewertung der Finanzsituation relevante Nettovermögensposition – dem Saldo aus Aktiva und Fremdkapital – haben. Die Nettovermögensposition ergibt sich aus dem historischen Kapitalstock (der wiederum wesentlich von den historischen Gewinnen und Verlusten bzw. Erträgen und Aufwendungen bestimmt wird) – nicht aber aus einem Wechsel der Vermögensform<sup>2</sup>.

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.

---

<sup>1</sup> 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).

<sup>2</sup> Theoretisch könnten umfangreiche Buchverluste auch zu einem negativen Eigenkapital führen. Praktisch gibt es aber wie erwähnt keine echte Vermögensbilanz als Voraussetzung für Buchverluste.

**Abbildung 2: Ertragsrechnung, schematische Darstellung von Privatisierungen**

Ertrag	Aufwand
Steuern und Abgaben	Personal- und Sachaufwand
sonstige Einnahmen	Zinsaufwand
<i>darunter: Beteiligungseinnahmen</i>	...
Ergebnis (=Defizit)	
<b>Privatisierungseffekt, abhängig von alternativer Kapitalverwendung</b>	
- 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 Wohnbadaufdarlehen 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 Zinsersparnis aus Schuldenabbau) und 3.) der mögliche Privatisierungserlös eingeschätzt wird.

## 2.1 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, da Prognosen für die Zukunft nur anhand bestimmter Annahmen möglich sind, deren Eintrittswahrscheinlichkeit aber unbestimmt ist. 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 stei-

genden Gewinnen führt, und zum anderen eine eventuelle Wettbewerbsintensivierung (Böheim 2011a), die die Profitabilität senken sollte. Zumindest hinsichtlich der Effizienz dürfte der Großteil der theoretischen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur einen klaren Vorteil durch Privatisierungen erkennen.

Empirisch ist die Literatur relativ eindeutig was den Vergleich zwischen den beiden Extremen – 100 % öffentlicher und 100 % privater Besitz – hinsichtlich der Profitabilität anbelangt (vgl. Böheim 2011b): Private Unternehmen scheinen profitabler zu sein. Was Mischformen anbelangt, ist das Ergebnis jedoch weniger eindeutig. Beispielsweise wertete Ahnefeld (2007: 104) internationale Literatur danach aus, ob Unternehmen, an denen der Staat nur mehr Minderheitenanteile hält, eine bessere Performance aufweisen als jene mit einem staatlichen Beteiligungsanteil über 50 %. Dabei findet er keine signifikanten Unterschiede. .

Selbst eine höhere erwartete Profitabilität (teil-)privatisierter Unternehmen ist 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.

## 2.2 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 gründen, aus dessen Erträgen laufend zB höhere Bildungsausgaben (vgl. Böheim 2011c) getätigt werden, wodurch allerdings die Ertragsrechnung belastet werden würde und somit das Maastricht-Defizit höher wäre – was zumindest aktuell weder mit den europäischen Vorgaben noch mit den Defizitzielen der Bundesregierung vereinbar wäre.

Die Wahl einer empirisch fundierten Annahme hinsichtlich des Ertrags (respektive der Aufwandersparnis) 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.

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 steigendem Zinsspread zu Deutschland und Rating-Herabstufung. Für die Berechnung der Zinersparnis bei der Verwendung

der Privatisierungserlöse für einen Schuldenabbau wird man daher von einem Zinssatz in einer Größenordnung von 3 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).

## 2.3 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 sowie das mangelhafte Management der Privatisierung in Form unerfahrener Kapitalmarktkommunikation oder zwecks eigenem Vorteil für ManagerInnen<sup>3</sup> (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]“ (Ahnefeld 2007: 292).

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, teilprivatisierte Unternehmen kann als Näherungswert der Börsenkurs herangezogen werden.

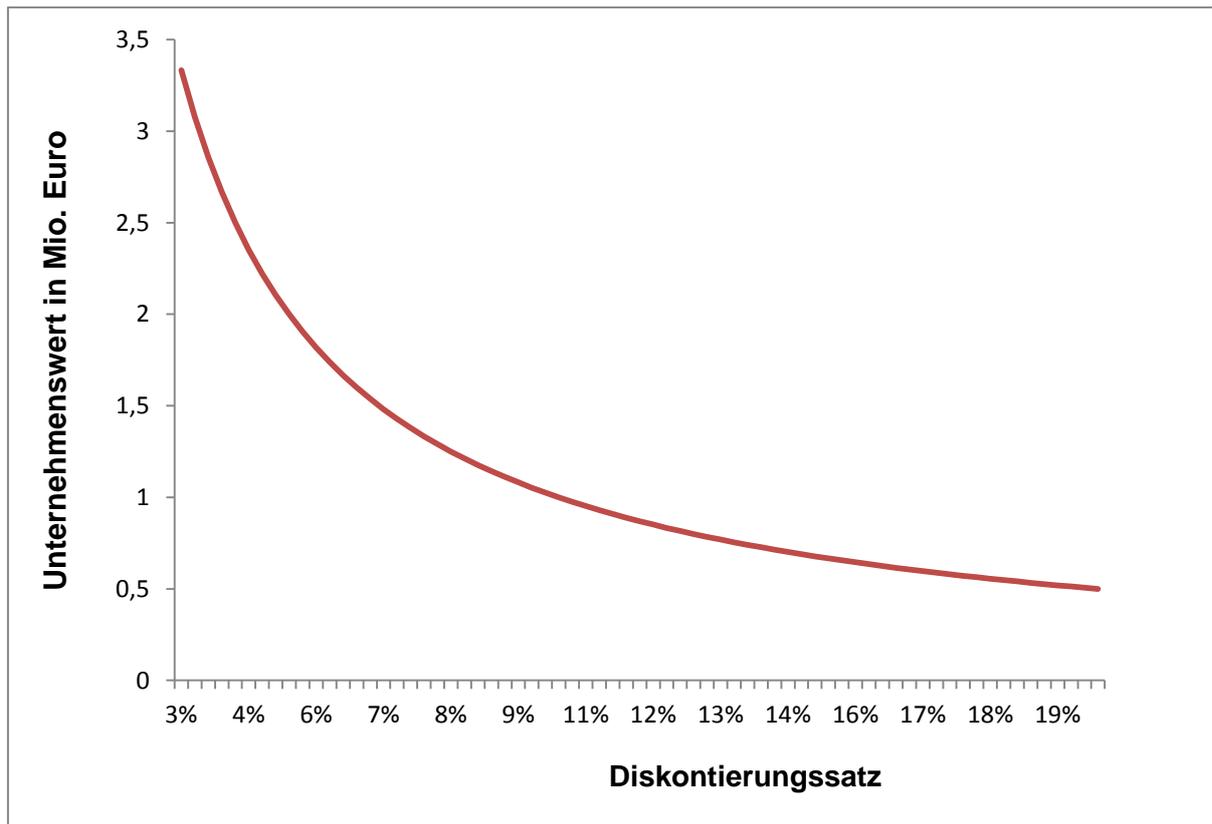
Bei nicht-börsennotierten Unternehmen ist die Methode der diskontierten Cash-Flows (Discounted-Cash-Flow-Methode oder DCF-Methode) eine Möglichkeit sich anzunähern (Kammer der Wirtschaftstreuhänder, 2008). Dabei wird die zukünftige tatsächliche Ertragskraft des Unternehmens –

---

<sup>3</sup> 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.

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. Je höher der verwendete Diskontierungssatz<sup>4</sup>, desto geringer wird der Privatisierungserlös sein, wie dieses fiktive grafische Beispiel bei Annahme eines durchschnittlichen jährlichen Cash-Flows von 100 000 Euro zeigt:

**Abbildung 3: Unternehmenswert in Abhängigkeit des Diskontierungssatzes**



Quelle: eigene Darstellung

In den Studien von WIFO (Aiginger et al. 2010) bzw. Economica (Helmenstein et al. 2011) werden zur Schätzung des Unternehmenswertes – und damit des potenziellen Privatisierungsvolumens – zwecks Vereinfachung keine prognostizierten Werte, sondern lediglich die arithmetischen Mittel der operativen Cash-Flows der letzten 5 bis 10 Jahre zu aktuellen Preisen und Diskontierungssätze in der Höhe von 5 % und 10 % verwendet.

Im Gegensatz zur Praxis von Helmenstein et al. (2010) wird in der Literatur für die DCF-Methode die Verwendung des freien Cash-Flows vorgeschlagen (zB Kammer der Wirtschaftstreuhänder 2008 oder Riegler 2000). Der freie Cash-Flow stellt dabei den für das Unternehmen tatsächlich verfügba-

<sup>4</sup> Der Diskontierungssatz kann auch als Präferenzmaß für den gegenwärtigen zum zukünftigen Wert gesehen werden. Je höher er ist umso weniger ist man bereit heute für Zahlungen von morgen zu zahlen. Bei einem Diskontierungssatz von 0 wird der Barwert einer ewigen Rente unendlich.

ren Geldmittelzufluss pro Periode dar, während der operative Cash-Flow (auch: Cash-Flow aus betrieblicher Tätigkeit) nur jene Zahlungsströme berücksichtigt, die keine Investitions- oder Finanzierungstätigkeiten darstellen (vgl. zB Eiselt/Müller 2008).

Der freie Cash-Flow berücksichtigt hingegen auch den Cash-Flow aus Investitionen. Der Cash-Flow aus der Investitionstätigkeit beinhaltet dabei in erster Linie Investitionen bzw. Einzahlungen aus Anlagenabgängen. Eine vereinfachte Übersicht über diesen Zusammenhang zeigt die folgende Abbildung:

**Abbildung 4: Zusammenhang zwischen operativem Cash-Flow und freiem Cash-Flow**

Jahresergebnis		
<b>operativer Cash-Flow</b>		Nicht-zahlungswirksame Erträge + Aufwendungen
<b>freier Cash-Flow</b>	Investitionen	Nicht-zahlungswirksame Erträge + Aufwendungen

Quelle: eigene Darstellung

Für die Ermittlung des freien Cash-Flows werden also „die für Investitionen benötigten liquiden Mittel zum Abzug gebracht“ (Riegler 2000). Unter der Prämisse, dass ein Unternehmen, das einen positiven operativen Cash-Flow erwirtschaftet, Investitionen tätigt, ist also der freie Cash-Flow regelmäßig geringer als der operative Cash-Flow. Für eine Unternehmenswertberechnung bedeutet dies, dass bei konstantem Zinssatz die Verwendung von operativen Cash-Flows höhere Unternehmenswerte – und somit höhere Privatisierungserlöse – ergibt, als die übliche Verwendung der freien Cash-Flows.

Da neben Erwartungswerten und Berechnungsmethode zukünftiger Zahlungsströme der zu wählende Diskontierungssatz besonders ergebnisrelevant ist, sind die diesbezüglichen Annahmen gut zu begründen. Im Rahmen dieser Studie erfolgt die Fundierung mittels empirisch ermittelten impliziten Diskontierungssätzen basierend auf historischen Privatisierungsbeispielen bzw den börsennotierten teilstaatlichen Unternehmen. Mit anderen Worten: Welcher Diskontierungssatz muss verwendet werden, damit die Zahlungsströme in Form von Cash-Flows – als Annuitäten einer ewigen Rente betrachtet – einen Barwert ergeben, der der Marktkapitalisierung – und somit dem Marktwert – des Unternehmens entspricht?

Der in Aiginger et al. (2010) bzw. Helmenstein et al. (2011) gewählte Ansatz ist somit aus drei Gründen problematisch: Erstens entspricht der operative Cash-Flow nicht dem sonst üblichen freien Cash-Flow, was wohl auch darauf zurückzuführen ist, dass oft nur die operativen Cash-Flows in den Unternehmensabschlüssen direkt ausgewiesen werden (weshalb auch wir diese methodische Abweichung anwenden). Zweitens werden die Annahmen hinsichtlich der Diskontsätze von 5 bzw 10 % weder theoretisch noch empirisch begründet. Und drittens stellt sich die Frage, ob die durchschnittlichen Werte aus der Vergangenheit geeignet sind um die zukünftigen Cash-Flows zu bestimmen – angesichts ihrer leichten Verfügbarkeit (Geschäftsdaten der Unternehmen) und ihrer simplen Berechnung im Vergleich zu detaillierten Analysen einzelner Unternehmen gibt es aber zu diesem Kritikpunkt keine pragmatischen Alternativen.

Für den Zweck der Berechnung potentieller österreichischer Privatisierungserlöse werden hier 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 über einen längeren Betrachtungszeitraum zu glätten. Geht man davon aus, dass die Marktkapitalisierung jeweils den Wert der jeweils verfügbaren letzten Cash-Flow-Ergebnisse darstellt, müssten diese Durchschnittswerte dem jeweiligen Betrachtungsjahr angepasst werden (daher zB der Marktwert 2008 aus den Cash-Flow der Jahre 2003-2007 geschätzt werden). Eine durchgängige Betrachtung aller Cash-Flows in den Perioden bis 2005, die dann den Mittelwert der Kapitalisierung ab 2006 ergeben, würde jedoch kaum plausible Ergebnisse liefern wie ein beispielhafter Vergleich für das Jahr 2011 zeigt (Abbildung 6). Ein reines Abstellen auf den tagesaktuellen Wert könnte wiederum aufgrund der Volatilität Ergebnisse liefern, die nicht der Betrachtung der langfristigen Unternehmenswertentwicklung Stand halten. So zeigen beispielsweise die Kursverläufe 2011 massive Unterschiede in den Tageskursen zwischen der ersten und der zweiten Jahreshälfte. Ein langfristig geglätteter Durchschnittswert erscheint folglich sinnvoller, insbesondere auch um die Unsicherheit des Zeitpunktes einer etwaigen Privatisierung darzustellen.

Allgemein ist 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 dieser Studie jedoch sprengen würde. Auch sei an dieser Stelle ein weiteres Mal darauf hingewiesen, dass die Verwendung von operativen Cash-Flows anstelle von freien Cash-Flows nicht der sonst üblichen Bewertungsmethode entspricht und bei identen Zinssätzen in der Regel zu überhöhten Marktwerten und somit überschätzten potentiellen Privatisierungserlösen führt. In dieser Studie werden für die Berechnung der potentiellen Privatisierungserlöse trotzdem die operativen Cash-Flows herangezogen, um eine stärkere Vergleichbarkeit mit Aiginger et al. (2010) bzw. Helmenstein et al. (2011) zu gewährleisten und zweitens die freien Cash-Flows nicht in allen Geschäftsberichten direkt ausgewiesen werden.

Aus diesen Gründen ist es aber umso notwendiger plausible Annahmen hinsichtlich der Diskontierungssätze zu treffen. In Folge werden diese implizit aus dem Verhältnis Marktkapitalisierung zu Cash-Flows bestimmt. Die Untersuchung des Zusammenhanges zwischen der durchschnittlichen Marktkapitalisierung und den durchschnittlichen operativen Cash-Flows in der Vergangenheit liefert das folgende Ergebnis<sup>5</sup>:

---

<sup>5</sup> Die aktuellen Preise wurden dabei auf Basis des BIP-Deflators mit dem Basisjahr 2005 berechnet. Dies gilt auch für die folgenden Berechnungen.

**Abbildung 5: Empirischer Zusammenhang zwischen Cash-Flows und durchschnittlicher 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.

Zur Kontrolle werden zwei weitere Berechnungen angestellt. Erstens werden alternativ die aktuellen Kapitalisierungswerte anstelle der durchschnittlichen Marktkapitalisierung der letzten sechs Jahre herangezogen, was konzeptionell der Unternehmensbewertung basierend auf vergangenen Ergebnisdaten eher entsprechen würde. Zweitens werden für die wenigen Beispiele vergangener (Teil-)Privatisierungen, für die Daten über die Cash-Flows aus den jeweils vorangegangenen fünf Jahren verfügbar sind, ebenfalls die impliziten Diskontierungssätze ermittelt.

Die Verwendung der durchschnittlichen Marktkapitalisierung des Jahres 2011 ergibt folgendes Bild:

**Abbildung 6: Empirischer Zusammenhang zwischen Cash-Flows und Marktkapitalisierung 2011**

Unternehmen	Durchschnittliche operative Cash-Flows 2006-2010 zu Preisen 2011 (in Mio Euro)	Durchschnittliche Marktkapitalisierung 2011 (in Mio Euro)	impliziter Diskontierungssatz
Österreichische Post AG	248,7	1.574,0	15,8%
Telekom Austria AG	1.622,2	4.092,4	39,6%
OMV AG	2.534,0	7.671,3	33,0%
Verbund AG	894,1	7.203,7	12,4%
Flughafen Wien AG	164,4	614,2	26,8%
EVN AG	412,8	1.937,3	21,3%
Summen	5.876,1	23.092,8	
Arithmetisches Mittel	979,4	3.848,8	24,83%
Standardabweichung			10,38%

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

Es ist zu vermuten, dass diese weit höheren Diskontierungssätze jedoch eher auf eine 2011 pessimistischere Kapitalmarktstimmung bzw den unmittelbaren negativen wirtschaftlichen Ausblick als auf angemessenere Diskontierungssätze zurückzuführen sind. In dieser Studie wird in Folge daher der niedrigere ermittelte Durchschnittswert aus Abbildung 5 für die Basisschätzung zu Grunde gelegt.

Zudem wird aufgrund der recht großen Bandbreite der Einzelergebnisse ein alternatives optimistisches Szenario für die Prognosen der potentiellen Privatisierungserlöse herangezogen, und zwar jenes, das auch in den vorangegangenen Studien von Helmenstein et al. (2010) bzw. Aiginger et al. (2010) verwendet wird. Die dort herangezogenen 10 % liegen zwar ganz knapp außerhalb der unteren Grenze (10,01 %) eines Konfidenzintervalls von 99 %<sup>6</sup> – aus Gründen der besseren Vergleichbarkeit werden sie trotzdem zur Berechnung der Obergrenze für den Privatisierungserlös herangezogen.

Als weitere Kontrollrechnung zur Bestimmung eines plausiblen Diskontierungssatzes werden in Folge die sich bei den zuletzt erfolgten Privatisierungen ergebenden impliziten Werte ermittelt. Die Auswahl der Beispiele erfolgt dabei ausschließlich aufgrund des Kriteriums „einfache Datenverfügbarkeit“: Im Unterschied zu älteren Beteiligungsverkäufen können sowohl für die Verkaufsschritte der Telekom Austria AG in den Jahren 2004 und 2006, als auch für die endgültige Privatisierung der Austria Tabak 2001 sowie für die Teilprivatisierung der vormals zur Gänze im Staatsbesitz befindlichen Österreichischen Post AG 2006 die tatsächlich erzielten Privatisierungserlöse als auch die in den fünf Jahren davor erzielten operativen Cash-Flows aus den digital verfügbaren Geschäftsberichten der Unternehmen entnommen werden.

<sup>6</sup> 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.

**Abbildung 7: Empirischer Zusammenhang zwischen Cash-Flows und tatsächlich erzielten Unternehmenswerten anhand der Beispiele Post, TA und Austria Tabak (in Mio Euro, privatisierte Anteile in Klammern)**

<b>anteilige Cash-Flows (Preisbasis = Jahr d. Privat.)</b>	<b>Post (49% 2006)</b>	<b>TA (4,9% 2006)</b>	<b>TA (17% 2004)</b>	<b>Austria Tabak (41,4% 2001)</b>
t-1	253,0	1542,3	1240,6	278,3
t-2	295,6	1358,2	1206,0	223,9
t-3	178,0	1291,5	878,8	205,1
t-4	129,8	1255,6	1071,1	186,4
t-5	109,0	914,9	1302,9	192,5
<b>Mittelwert</b>	193,1	1272,5	1139,9	217,2
<b>Privatisierungserlös</b>	651,7	323,0	1109,3	770,0
<b>Unternehmenswert zu Privatisierungspreis</b>	1330,0	6591,8	6525,3	1859,9
<b>impliziter Diskontierungssatz</b>	14,52%	19,30%	17,47%	11,68%
<b>Mittelwert = 15,74%</b>				

Quelle: eigene Berechnungen basierend auf den jeweiligen Geschäftsberichten.

In diesen erfolgten Privatisierungsfällen betrug der sich aus der Beziehung zwischen Cash-Flows in den fünf Jahren vor der Privatisierung und dem tatsächlichen Privatisierungserlös ergebende durchschnittliche implizite Diskontierungssatz 15,74 %. In allen Fällen liegen sie innerhalb der Berechnung gemäß Abbildung 5 ermittelten Konfidenzintervalls. Im betrachteten Fall liefert die langfristige Durchschnittsbetrachtung gemäß Abbildung 5 bessere Ergebnisse als die Berechnung aufgrund der aktuellen Unternehmenswerte in Abbildung 6.

Unter der Voraussetzung, dass sich keine Verzerrungen durch die Verwendung der operativen anstelle der freien Cash-Flows ergibt, folgt aus dieser Rechnung, dass in diesen Fällen die InvestorInnen auch keine signifikanten Profitabilitätssteigerungen durch die Privatisierung selbst eingepreist haben. Wäre das der Fall gewesen, müssten die Diskontierungssätze deutlich niedriger sein.

### 3. HISTORISCHE BEISPIELE

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 (ohne Berücksichtigung der kaum schätzbaren Transaktionskosten der Privatisierung, etwa Kosten durch aufgetretene Unregelmäßigkeiten oder indirekten Effekte insbesondere auf die Abgabentwicklung).

Zu diesem Zweck betrachten wir die Auswirkungen der 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 die letzten Teilprivatisierungsschritte keine relevante Änderung der Besitzverhältnisse (Minderheitenanteile weiter reduziert bei unveränderter Sperrminorität bzw. Syndikatsmehrheit). Die weitere Gewinnentwicklung, die wesentlich für die Errechnung des finanziellen Erfolges ist, kann somit nicht durch allfällige Effizienzgewinne als Folgewirkung der Privatisierung selbst bestimmt sein.

**Abbildung 8: Privatisierungsschritte bei OMV, TA und Post seit 1990**

Unternehmen	Jahr	Privatisierungsanteil	Erlös (in Mio. Euro)
<b>OMV AG</b>	1994	23,0%	271,8
	1996	14,9%	308,4
<b>Telekom Austria AG</b>	1998	25,0%	1977,0
	2000	27,2%	1009,3
	2004	17,0%	1109,3
	2005	nahe Null	8,6
	2006	4,9%	323,0
<b>Österreichische Post AG</b>	2006	49,0%	651,7

Quelle: Geschäftsberichte der ÖIAG bzw. Helmenstein et al. (2011)

Im Rahmen dieser Studie werden daher folgende Privatisierungsschritte dieser drei Unternehmen untersucht: Der Verkauf von 14,9 % der OMV AG im Jahr 1996 sowie der bislang erste und einzige Privatisierungsschritt bei der Österreichischen Post AG (49 %) und die Veräußerung von weiteren 4,9 % bei der Telekom Austria AG 2006.

Für die 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 Zins-

satz bestimmt somit für den Laufzeitraum der Anleihe näherungsweise die Zinersparnis, weshalb sie jeweils in den folgenden Berechnungen zu Grunde gelegt wird<sup>7</sup>. Zur weiteren Vereinfachung wird auf eine genaue zeitliche Abgrenzung der Jahresüberschüsse und Zinsen verzichtet, da es sich nur um eine zeitliche Verschiebung ohne finanzielle Auswirkungen über die mehrjährige Betrachtung 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 wird<sup>8</sup>. 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. Zur Verdeutlichung dieses Vorgehens kann man sich eine langjährige Nullkuponanleihe vorstellen, wo man ebenso schlecht beraten wäre lediglich die jährlichen Zahlungen in einer Ertragsschätzung zu berücksichtigen.

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 den Rahmen dieser Studie sprengen ohne zu qualitativ wesentlichen Änderungen zu führen: 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 den Gesamtzeitraum von 15 Jahren.

### 3.1 OMV AG

Eine Betrachtung der Privatisierung des 14,9 %-Anteils an der OMV AG aus dem Jahr 1996 zeigt bis zum heutigen Tag das folgende Bild:

---

<sup>7</sup> Im Falle der OMV-Berechnung wurde für die Refinanzierung der 2006 auslaufenden Anleihe gleich vorgegangen, daher Durchschnittsrendite der letzten vor der Refinanzierung gegebenen Anleihe.

<sup>8</sup> 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.“

**Abbildung 9: Ertragsentgang und Zinersparnis des Bundes durch den letzten Teilprivatisierungsschritt der OMV AG (in Mio Euro)**

Jahr	Jahresüberschuss	entgangener Überschuss	davon entgangene Dividende	Zinsersparnis	Ergebnis- auswirkung Bund	Ergebnis zu Preisen 2011
1996	144,0	-21,5	-6,7	18,9	-2,6	-3,1
1997	165,0	-24,6	-8,2	18,9	-5,7	-7,0
1998	169,3	-25,2	-9,1	18,9	-6,3	-7,8
1999	194,0	-28,9	-9,7	18,9	-10,0	-12,2
2000	322,6	-48,1	-17,3	18,9	-29,2	-35,2
2001	381,6	-56,9	-17,2	18,9	-38,0	-45,0
2002	322,2	-48,0	-14,0	18,9	-29,1	-34,1
2003	393,1	-58,6	-16,0	18,9	-39,7	-45,8
2004	642,0	-95,7	-19,6	18,9	-76,8	-87,2
2005	1495,8	-222,9	-40,1	18,9	-204,0	-226,8
2006	1658,2	-247,1	-46,5	12,3	-234,7	-256,1
2007	1842,8	-274,6	-55,6	12,3	-262,2	-280,5
2008	1529,0	-227,8	-44,5	12,3	-215,5	-226,4
2009	716,9	-106,8	-44,5	12,3	-94,5	-98,3
2010	1214,0	-180,9	-44,7	12,3	-168,6	-172,3
Summen		-1667,4	-393,6	250,6	-1416,8	-1537,9

Quelle: eigene Berechnungen basierend auf den Geschäftsberichten bzw ÖBFA

Seit der Privatisierung im Jahr 1996 lagen die Kosten, die der Republik durch entgangene Gewinnanteile entstanden sind, über den Zinersparnissen der Republik durch den geringeren Refinanzierungsbedarf aus der Veräußerung des staatlichen Anteils – ebenso wie die Kosten, die durch entgangene Dividenden entstanden sind. Insbesondere seit 2005 sind massive Anstiege zu verzeichnen, die allerdings im Krisenjahr 2009 wieder reduziert wurden. Da die Kurs- und Gewinnentwicklung der OMV stark vom Ölpreis beeinflusst wird, der in den nächsten Jahren eher weiter steigen als sinken wird, ist von einem weiteren Anstieg des Verlustes in den nächsten Jahren auszugehen.

### 3.2 Telekom Austria AG

Die Analyse der Auswirkungen der bislang letzten Privatisierungstranche der Telekom Austria AG (4,9 % aus dem Jahr 2006) zeigen für die einzelnen Jahre sehr unterschiedliche Ergebnisse:

**Abbildung 10: Ertragsentgang und Zinersparnis des Bundes durch den letzten Teilprivatisierungsschritt der Telekom Austria AG (in Mio Euro)**

Jahr	Jahresüberschuss	entgangener Überschuss	davon entgangene Dividende	Zinersparnis	Ergebnis- auswirkung Bund	Ergebnis zu Preisen 2011
2006	561,8	-27,5	-16,2	12,9	-14,6	-15,9
2007	492,5	-24,1	-16,3	12,9	-11,2	-12,0
2008	-48,7	2,4	-16,3	12,9	15,3	16,1
2009	94,9	-4,7	-16,3	12,9	8,3	8,6
2010	195,1	-9,6	-16,3	12,9	3,4	3,4
Summen		-63,5	-81,3	64,6	1,1	0,2

Quelle: eigene Berechnungen basierend auf den Geschäftsberichten bzw ÖBFA

In den ersten beiden Jahren nach der Privatisierung lagen die entgangenen Jahresüberschüsse deutlich über der Zinersparnis aus dem Privatisierungserlös, während in den Krisenjahren nicht an die operativen Konzernergebnisse der Vorjahre angeschlossen werden konnte. Die Gesamtbetrachtung zu aktuellen Preisen zeigt, dass sich Kosten aus den Gewinnentgängen und Refinanzierungsvorteile in etwa die Waage gehalten haben. Bei der Telekom ist anzumerken, dass die Dividendenausschüttungen zT über den Jahresüberschüssen gelegen sind, sprich die Unternehmenssubstanz verringert wurde – zu Lasten zukünftiger Gewinne. Das Finanzierungsergebnis (entgangene Dividenden abzüglich Zinersparnis) weist in diesem Fall daher höhere Verluste aus als das hier dargestellte Ergebnis in der Logik der Ertragsrechnung.

### 3.3 Österreichische Post AG

Der bislang einzige Privatisierungsschritt bei der Österreichischen Post AG erfolgte im Jahr 2006 durch den Verkauf eines Anteils von 49 %. Dieser hatte auf die Gewinnentwicklung des Unternehmens jedoch kaum einen Einfluss: das Konzernergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen blieb relativ konstant; die Eigenkapitalquote ging seit dem Spitzenwert von 49 % vor Privatisierung 2005 relativ kontinuierlich auf zuletzt 40 % zurück; der Cash-Flow entwickelte sich ähnlich. Wenn die Effizienz gestiegen ist, dann war das im Zeitraum vor der Teilprivatisierung der Fall.

Für den Staatshaushalt brauchte die Teilprivatisierung einen regelmäßigen Nettoverlust, wie die folgende Tabelle zeigt:

**Abbildung 11: Ertragsentgang und Zinersparnis des Bundes durch den letzten Teilprivatisierungsschritt der Österreichischen Post AG (in Mio Euro)**

Jahr	Jahresüberschuss	entgangener Überschuss	davon entgangene Dividende	Zinersparnis	Ergebnis- auswirkung Bund	Ergebnis zu Preisen 2011
2006	130,5	-63,9	-34,3	24,6	-39,3	-42,9
2007	164,9	-80,8	-82,3	24,6	-56,2	-60,1
2008	158,2	-77,5	-82,7	24,6	-52,9	-55,6
2009	124,8	-61,2	-49,6	24,6	-36,5	-38,0
2010	148,7	-72,9	-53,0	24,6	-48,2	-49,3
Summen		-356,3	-301,9	123,1	-233,1	-245,9

Quelle: eigene Berechnungen basierend auf den Geschäftsberichten bzw ÖBFA

Im Falle der Österreichischen Post AG lässt sich demnach wieder ein eindeutiger Schluss ziehen. Die jährlichen Kosten für die Republik aus der Privatisierung übertrafen die Ersparnisse jeweils um das ca. Dreifache, der Republik entstand in jedem Jahr ein Abgang zwischen 36,5 Mio. Euro (im Krisenjahr 2009) und 56,2 Mio. Euro in einem Vorkrisenjahr. Die historische Betrachtung lässt hier die klare Conclusio zu, dass diese Privatisierung – zumindest aus der Perspektive der Staatsfinanzen – nicht den erhofften Entlastungseffekt auslösen konnte.

### 3.4 Zusammenfassende Betrachtung der Fallbeispiele

Bei den betrachteten drei Unternehmen war die Privatisierung insgesamt kein finanzieller Gewinn für die Republik, wenngleich in sehr unterschiedlichem Ausmaß. Im Gesamten haben diese drei Privatisierungsschritte bis 2010 kumulierte Verluste in Höhe von ca. 1,8 Milliarden Euro (zu Preisen 2011) für die öffentliche Hand 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. 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.

**Abbildung 12: Finanzielle Auswirkungen der Privatisierung von ÖIAG-Unternehmen (in Mio Euro)**

Tranche	Ø Erlös	Ø entgangener anteiliger Überschuss	davon Dividenden	Ø Zinersparnis/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

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 Privatisie-

runghistorie der Republik Österreich handelt. Weitere empirische Untersuchungen wären deshalb nötig um ein gesamthafteres Bild der finanziellen Auswirkungen vergangener Privatisierungen zu liefern und zu überprüfen, ob sich die in dieser Studie festzustellenden Nettoverluste aus Privatisierungen als generelle Tendenz verallgemeinern lassen.

### 3.5 Historische Betrachtungsweise gemäß neuem Bundeshaushaltsrecht

Eine alternative Methode um die Auswirkungen vergangener Privatisierungen darzustellen bietet das neue Bundeshaushaltsrecht, das sowohl eine Vermögens- als auch eine Ertragsrechnung kennt (Abschnitt 2). Da diese Betrachtungsweise allerdings erst 2013 vollständig für die laufende Gebarung implementiert wird, ist nur eine fiktive Teilberechnung möglich, die sich methodisch an den neuen Vorschriften orientiert. Zwecks Vereinfachung der Darstellung wird in Folge abermals die ÖIAG ausgeklammert und angenommen, dass die im öffentlichen Besitz befindlichen Beteiligungen an OMV, Post und Telekom direkt von der Republik verwaltet worden wären und Privatisierungen zur sofortigen Reduktion der öffentlichen Verschuldung in diesem Jahr geführt hätten.

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. Angesichts der ideologischen Aufladung der Privatisierungsdebatte sollte diese Darstellung deshalb auch jene sein, die parteipolitisch das unumstrittenste Ergebnis liefern sollte. Ein zweiter Vorteil besteht darin, dass dadurch nicht nur die einmaligen Privatisierungserlöse direkte Berücksichtigung finden, sondern alle direkten finanziellen Auswirkungen auf die Staatsfinanzen in der Vermögensbilanz enthalten sind.

Der Nachteil besteht jedoch in der Abhängigkeit des Ergebnisses von konjunkturellen Schwankungen aufgrund des sogenannten „fair value“-Prinzips, dem von KritikerInnen eine verstärkende Wirkung von Boom- und Krisenphasen und damit einer höheren Volatilität bzw Systeminstabilität zugeschrieben wird. Konkret umgelegt auf die Bewertung von Beteiligungen würde das bedeuten, dass diese systematisch über- bzw unterschätzt sind. Im neuen Haushaltsrecht wurde dieses Problem allerdings entschärft, erstens indem auf das weniger stark schwankende Nettovermögen anstelle einer Marktbewertung abgestellt wird und zweitens nur Wertänderungen über einer Wesentlichkeitsgrenze von 10 % verrechnet werden.

Für eine Abbildung der Privatisierungsauswirkungen ist zunächst die Ergebnisrechnung relevant. Hinsichtlich der Erträge ist der Entgang an ausgeschütteten Dividenden zu verrechnen. Die wertsteigernden nicht ausgeschütteten Gewinne werden erst indirekt – erfolgsneutral als Bewertungsrücklage – in der Vermögensrechnung berücksichtigt. Diesem Ertragsverlust ist der Minderaufwand für Zinsen auf die Staatsschuld gegenüberzustellen – wie bereits zuvor jeweils mit dem Zinssatz der etwa zu diesem Zeitpunkt tatsächlich begebenen 10-jährigen Staatsanleihe.

**Abbildung 13: Privatisierungsauswirkungen bei Post, TA und OMV – Ergebnisrechnung<sup>9</sup>**

	Ertragsentgang	Minderaufwand	Ergebniswirkung
1996-2005 OMV, Summe	-157,8	188,9	31,1
2006 OMV	-46,5	12,3	-34,1
TA	-16,2	12,9	-3,3
Post	-34,3	24,6	-9,7
2007 OMV	-55,6	12,3	-43,3
TA	-16,3	12,9	-3,3
Post	-82,3	24,6	-57,7
2008 OMV	-44,5	12,3	-32,2
TA	-16,3	12,9	-3,3
Post	-82,7	24,6	-58,1
2009 OMV	-44,5	12,3	-32,2
TA	-16,3	12,9	-3,3
Post	-49,6	24,6	-25,0
2010 OMV	-44,7	12,3	-32,4
TA	-16,3	12,9	-3,3
Post	-53,0	24,6	-28,3
Summen 2006-2010	-619,1	249,4	-369,7
Gesamtsumme	-776,9	438,3	-338,5

Quelle: eigene Berechnungen basierend auf den Geschäftsberichten

Bis inklusive 2003 wäre durch die OMV-Privatisierung eine Ergebnisverbesserung zu verzeichnen gewesen – in erster Linie aufgrund der hohen Investitionen der OMV, die maßgeblich aus nicht ausgeschütteten Gewinnen finanziert werden. Danach brachten die Teilprivatisierungen laufend Ergebnisverschlechterungen der Staatsfinanzen.

Betrachtet man die Auswirkungen in der kommenden Vermögensrechnung des Bundes (vgl. Bundesgesetzblatt 2010), so verstärkt sich dieses Bild. Hier fließen nicht nur die Eigenkapitalveränderung durch die obigen Änderungen des Jahresergebnisses, sondern auch die mit Bewertungsänderungen des Beteiligungsvermögens einhergehenden Bilanzgewinne oder –verluste mit ein. Beim zukünftigen Beteiligungsbewertungsverfahren wird die Veränderung des Nettovermögens (Eigenkapital) der jeweiligen Beteiligung, also in erster Linie die Veränderung der Gewinnrücklagen, verrechnet. Anleihen als Teil des Fremdkapitals werden hingegen immer zum – fixen – Nominalwert gebucht und haben daher keinen Einfluss auf das Bilanzergebnis.

<sup>9</sup> Ohne Berücksichtigung der Kaufkraftentwicklung und der Zinseszinsen. Der Gesamtverlust zu Preisen 2011 wäre etwas höher, allerdings würde die direkte Entsprechung mit dem Haushaltsrecht verloren gehen.

**Abbildung 14: Privatisierungsauswirkungen bei Post, TA und OMV – Vermögensrechnung<sup>10,11</sup>**

	Ergebniswirkung	Vermögensänderung	Bilanzgewinn/ -verlust insg.
1996-2005 OMV, Summe	31,1	-838,0	-806,8
2006 OMV	-34,1	-220,8	-255,0
TA	-3,3	184,6	181,3
Post	-9,7	277,2	267,5
2007 OMV	-43,3	-173,4	-216,7
TA	-3,3	12,7	9,3
Post	-57,7	8,4	-49,3
2008 OMV	-32,2	145,6	113,4
TA	-3,3	20,1	16,7
Post	-58,1	-33,2	-91,3
2009 OMV	-32,2	-100,1	-132,3
TA	-3,3	26,5	23,2
Post	-25,0	-65,1	-90,1
2010 OMV	-32,4	-190,3	-222,6
TA	-3,3	6,7	3,4
Post	-28,3	25,9	-2,4
Summen 2006-2010	-369,7	-75,2	-444,9
Gesamtsumme	-338,5	-913,2	-1251,7

Quelle: eigene Berechnungen basierend auf jeweiligen Geschäftsberichten

Wäre das ab 2013 gültige Haushaltsrecht bereits zum Zeitpunkt der letzten Teilprivatisierung der OMV – daher 1996 – in Kraft gewesen, so hätten sich bis heute die negativen Auswirkungen auf die Vermögensrechnung des Bundes auf deutlich über eine Milliarde Euro summiert. Zumindest darin deckt sich dieses Ergebnis mit den Ergebnissen der vorhergehenden Bewertungsmethode mit Jahresüberschüssen und Zinsen.

Für den Zeitraum 2006 bis 2010 ergibt sich nicht nur für das laufende Budget eine Belastung von jährlich über 60 Mio Euro, sondern zusätzlich auch noch eine um durchschnittlich 15 Mio Euro pro Jahr schlechtere Nettovermögensentwicklung. Da wie eingangs erwähnt diese Darstellung gemäß neuem Bundeshaushaltsrecht ein möglichst getreues Bild der finanziellen Vor- und Nachteile liefern sollte, wiegt das Ergebnis umso schwerer.

Im Detail ist dieses Ergebnis genauer zu analysieren. Erstens ist zu erwähnen, dass die Verkaufserlöse jeweils deutlich über dem Wert gemäß zukünftigem Beteiligungsbewertungsverfahren lagen. Das führte zu anfänglich kräftigen Bewertungsgewinnen von 110 Mio Euro bei der OMV, 185 Mio Euro bei der Telekom und gar 277 Mio Euro bei der Post (gesamt: 558,4 Mio Euro). Trotz dieser günstigen Startwerte ergibt sich insgesamt ein Bewertungsverlust von 913 Mio Euro – folglich betrug der entgangene laufende Bewertungsgewinn nach den Privatisierungen knapp 1,5 Mrd Euro.

<sup>10</sup> Summe ohne Berücksichtigung der Kaufkraftentwicklung. Der Gesamtverlust zu Preisen 2011 wäre höher, allerdings würde die direkte Entsprechung mit dem Haushaltsrecht verloren gehen.

<sup>11</sup> Im Rahmen dieser Studie wird vom Bundeshaushaltsrecht hinsichtlich des Wesentlichkeitskriterium abgewichen – demgemäß erst ab einer Nettovermögensveränderung von mind. 10 % (Bundesgesetzblatt 2010, § 47) eine Neubewertung in der Vermögensrechnung erfolgt, da hier alle Änderungen interessieren. Würde man dieses anwenden, so würde sich der Bewertungsverlust auf 809,4 Mio Euro reduzieren (in erster Linie weil Wertsteigerungen bei der OMV von 9,4 % noch nicht verrechnet werden würden).

Betrachtet man die einzelnen Unternehmen, so fallen die Unterschiede zwischen Ergebnis- und Bewertungsauswirkung auf. Die geringe Ausschüttungsquote der OMV führte in den ersten Jahren nach Verkauf des Anteils von 14,9 % zu einer leichten Verbesserung des laufenden Ergebnisses, dem ein umso größerer Schaden der Vermögensposition gegenüber stand. Die hohen Gewinnausschüttungen bei Post und Telekom führten hingegen umgehend zu einer sofortigen Verschlechterung des laufenden Ergebnisses, ersparten dem Bund jedoch Bewertungsverluste aufgrund des zum Teil sogar schrumpfenden Eigenkapitals bei den beiden Unternehmen.

## 4. PROGNOSE DER FINANZIELLEN AUSWIRKUNGEN ALLFÄLLIGER WEITERER PRIVATISIERUNGEN

In diesem Kapitel sollen die finanziellen Auswirkungen allfälliger zukünftiger Privatisierungen auf den Staatshaushalt geschätzt werden. Den Kern der Analyse bildet dabei – wie auch schon im vorangegangenen Kapitel – die Gegenüberstellung von Refinanzierungsvorteilen durch Zinsersparnis aus dem Privatisierungserlös und der Wertzuwächse, die der Republik durch potenzielle zukünftige Jahresüberschüsse entgehen. Da hier nicht wie bei der Ex-Post-Untersuchung auf vergangene Daten zurückgegriffen werden kann, müssen bestimmte Annahmen sowohl bezüglich der zu erwartenden Privatisierungserlöse als auch bezüglich der zu erwartenden Ertragslage der in Frage kommenden Unternehmen getroffen werden.

In diesen Erwägungen ist grundsätzlich zwischen börsennotierten und nicht-börsennotierten Unternehmen zu unterscheiden. Bei börsennotierten Unternehmen kann der Privatisierungserlös aus der Marktkapitalisierung und dem potenziell zu veräußernden Anteil errechnet werden. Diese Vorgangsweise findet auch in den Studien von Helmenstein et al. (2010) und Aiginger et al. (2010) Verwendung.

Bei nicht-börsennotierten Unternehmen kann eine Marktkapitalisierung nicht herangezogen werden. Aus diesem Grund ist es notwendig, sich einem Unternehmenswert anzunähern. In den Studien von Helmenstein et al. (2010) und Aiginger et al. (2010) wird hierzu die weiter oben ausgeführte „Discounted-Cash-Flow-Methode“ angewendet. Da in den besagten Studien „keine Informationen über risikoadäquate Zinssätze zur Verfügung standen“ (Aiginger et al. 2010: 132) wurde relativ willkürlich die Annahme getroffen, dass mit zwei Varianten für den Diskontierungssatz (5 bzw 10 %) „grobe ‚Orientierungsgrößen‘“ (ebd.) bzw „eine Abschätzung der Bandbreite des Privatisierungspotentials erfolgen kann“ (Helmenstein et al. 2010: 87). Statt die Plausibilität theoretisch oder empirisch zu fundieren wird lediglich damit argumentiert, dass sich „der finanzmathematische Unternehmenswert ... innerhalb dieses berechneten Intervalls befinden [sollte]“ (ebd.). In unseren obigen Fallbeispielen waren die impliziten Diskontierungssätze jedoch – bis auf eine Ausnahme – durchwegs höher als die aus einem Satz von 10 % resultierende Wertuntergrenze, weshalb wir in dieser Studie prinzipiell den ermittelten durchschnittlichen Diskontierungssatz von 16,75 % unseren Schätzungen zu Grunde legen. Als vorsichtigere Berechnungsvariante gehen wir von einem Diskontierungssatz von 10 % aus, der auch in vorangegangenen Studien von Helmenstein et al. (2010) und Aiginger et al (2010) verwendet wird (und zudem der statistisch wahrscheinlichen Untergrenze der Schätzungen gemäß Abbildung 5 entspricht).

In Bezug auf die zukünftige Ertragslage der Unternehmen werden die durchschnittlichen Cash-Flows der letzten fünf Jahre als Erwartungswerte fortgeschrieben. 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 Einschränkungen

kung hinsichtlich der „[sehr großen] Unsicherheit sowohl hinsichtlich der Prognostizierung zukünftiger Cash-Flows“ bzw der eigentlich notwendigen „individuelle[n] Bewertung jedes einzelnen Unternehmens“ jedenfalls 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.

**Abbildung 15: Durchschnittliche Verzinsung sämtlicher Neuaufnahmen des Bundes 2006-2010**

Jahr	Zinssatz
2006	3,61
2007	4,13
2008	3,60
2009	3,37
2010	3,38
Mittel	3,62

Quelle: BMF.

Als Vergleichsgröße werden stattdessen in Folge die durchschnittlichen effektiven Zinskosten für Neuaufnahmen von Bundesschulden der Jahre 2006 bis 2010 herangezogen, die ein arithmetisches Mittel von 3,62 % ergeben. Mangels frei verfügbarer Daten bzw der prinzipiellen Unmöglichkeit der Schätzungen betreffend Zinsstrukturkurve, Finanzierungsstrategie und Zinsentwicklung zum relevanten Zeitpunkt der Privatisierungen wird dieser – analog zur Cash-Flow-Schätzung ermittelte – fünfjährige Durchschnittswert<sup>12</sup> zur Bestimmung der zu erwartenden Zinsersparnis allfälliger Privatisierungen herangezogen.

## 4.1 Börsennotierte Unternehmen

Jene Unternehmen, die noch zu einem Teil in staatlichem Eigentum stehen und bereits an der Börse gehandelt werden sind die OMV AG (ÖIAG-Anteil: 31,5 %), die Telekom Austria AG (ÖIAG-Anteil: 28,42 %), die Österreichische Post AG (ÖIAG-Anteil: 52,85 %), die EVN AG (öffentlicher Anteil

<sup>12</sup> Der Durchschnittswert für 2011 ist seitens des BMF noch nicht verfügbar, wird allerdings den Durchschnitt weiter senken. Gemäß OeNB, die eine Emissionsrendite des Bundes etwas anders berechnet und höhere Schwankungen aufweist, dürfte der Wert für 2011 ungefähr jenem aus dem Jahr 2010 entsprechen.

51 %), die Verbund AG (51 % Bundesanteil und weitere rund 30 % Anteile der von den Ländern kontrollierten Landesenergiegesellschaften) und die Flughafen Wien AG (jeweils 20 % im Besitz von Wien und Niederösterreich). Die öffentlichen Anteile (die aufgrund von Aktienrückkaufprogrammen minimal schwanken können) verstehen sich als Stichtagswerte des 31.12.2011, die Werte der jeweiligen Marktkapitalisierung als Durchschnittswerte des Jahres 2011.

Die Tabelle zeigt die Auswirkungen einer flächendeckenden Rückführung der öffentlichen Anteile an börsennotierten Unternehmen auf die Sperrminorität von 25 %. Unter der Annahme einer konstanten Fortschreibung der durchschnittlichen Jahresüberschüsse zwischen 2006 und 2010 würde dies die öffentlichen Haushalte mit 284,1 Mio Euro jährlich belasten. An dieser Stelle ist allerdings zu erwähnen, dass bei EVN und Verbund zuerst eine Änderung der Staatsverfassung beschlossen werden müsste, da diese nicht zuletzt aufgrund nichtfinanzieller wirtschaftspolitischer Überlegungen (vgl. etwa Bontrup/Marquardt 2010) einen öffentlichen Mindestanteil von über 50 % bei Energieversorgern fest schreibt.

**Abbildung 16: potentielle Privatisierungserlöse und geschätzte Ertragsauswirkung bei börsennotierten Unternehmen (in Mio Euro)**

	öffentl. Anteil	Unternehmenswert	Wert der öff. Anteile >25 %	entfallender Jahresüber.	Zinersparnis	Ergebnisauw. öff. HH/Jahr
<b>Post</b>	52,9%	1.574,0	438,4	-42,7	15,9	-26,8
<b>TA</b>	28,4%	4.092,4	140,0	-9,5	5,1	-4,4
<b>OMV</b>	31,5%	7.671,2	498,6	-95,9	18,1	-77,8
<b>EVN</b>	51,0%	1.937,3	503,7	-65,0	18,2	-46,8
<b>Verbund*</b>	51,0%	7.203,7	1.873,0	-186,6	67,8	-118,8
<b>Flughafen Wien</b>	40,0%	614,2	92,1	-12,8	3,3	-9,5
<b>Summen</b>		<b>23.092,7</b>	<b>3.545,7</b>	<b>-412,5</b>	<b>128,4</b>	<b>-284,1</b>

Quelle: eigene Berechnungen. \*nur Bundesanteil, daher ohne Anteile der Landesenergieversorger.

Würde bei diesen Berechnungen eine Fortsetzung des Gewinnwachstums zumindest bei den Energieversorgern unterstellt, so wäre die Belastung in den Folgejahren dementsprechend höher. Beachtenswert ist weiters, dass in keinem einzigen Fall die Zinersparnisse die korrespondierenden Gewinnentgänge ausgleichen oder kompensieren können. Dieses Ergebnis ist äußerst stabil, denn selbst wenn sich der derzeitige Zinssatz für 10-jährige Staatsanleihen (2,9 % per 28.12.2011) verdoppeln sollte, ergäbe sich in jedem einzelnen Fall ein Nettoverlust. Sollten gleichzeitig die Jahresüberschüsse nicht nachhaltig einbrechen – wovon bei derzeitigen Marktanalysen nicht auszugehen ist – würden weitere Teilprivatisierung insgesamt jedenfalls zu Verlusten für die öffentlichen Haushalte in den folgenden Jahren führen.

## 4.2 Landesenergieversorger

Die Elektrizitäts- bzw Energieversorgungsunternehmen der Bundesländer<sup>13</sup> sind mehrheitlich bis komplett im öffentlichen Besitz. Der Erlös einer solchen Privatisierung würde dementsprechend nicht

<sup>13</sup> In einigen Beispielen existieren Überschneidungen öffentlicher Beteiligungen, die in Fällen von Privatisierungen nicht nur direkte sondern auch indirekte Effekte nach sich ziehen würden. So ist beispielsweise die Verbund AG auch mit ca. 5% und die TIWAG mit ca. 8% an der Energie AG Oberösterreich beteiligt. Diese wiederum hält über eine Tochter 26% der Salzburg AG. Um die Vergleichbarkeit zu gewährleisten und um die Komplexität zu reduzieren wird jeweils der direkt

dem Bund, sondern den Ländern zu Gute kommen. Die laufende Ergebnisveränderung würde sich ebenso nur auf deren Haushalte auswirken.

Da die EVN AG und die Verbund AG bereits weiter oben als börsennotierte Unternehmen analysiert wurden, sind nun die Auswirkungen bei folgenden Energieversorgungsunternehmen zu schätzen: BEWAG, Energie AG Oberösterreich, Energie Steiermark, KELAG, TIWAG, die Wien Energie, die Vorarlberger Illwerke AG sowie die Salzburg AG. Die folgende Tabelle zeigt einerseits die Unternehmensanteile im direkten Besitz des jeweiligen Bundeslandes, andererseits die Unternehmenswerte und die Privatisierungspotenziale in den unterschiedlichen Szenarien. Für die Berechnung der Unternehmenswerte wurden hierbei die durchschnittlichen operativen Cash-Flows aus den letzten fünf vorliegenden Geschäftsjahren sowie die eingangs diskutierten Diskontierungssätze verwendet. Hinsichtlich der potentiellen Zinsersparnis bei Privatisierung wird zur Vereinfachung angenommen, dass die Zinssätze bei der Neuverschuldung der Länder jenen des Bundes entsprechen.

**Abbildung 17: potentielle Privatisierungserlöse bei Landesenergieversorgern (in Mio Euro)**

	direkter Landesanteil	Unternehmenswert		Wert der öff. Anteile >25 %	
		Disk.S.=10 %	DS=16,75 %	DS=10 %	DS=16,75 %
<b>Bewag</b>	51,0%	288,8	172,4	75,1	44,8
<b>Energie AG OÖ</b>	52,4%	2.342,8	1.398,7	641,9	383,2
<b>Energie Stmk</b>	75,0%	1.946,7	1.162,2	973,4	581,1
<b>Kelag</b>	63,9%	1.726,6	1.030,8	671,7	401,0
<b>Tiwag</b>	100,0%	1.715,7	1.024,3	1.286,8	768,2
<b>Wien Energie</b>	100,0%	2.678,4	1.599,1	2.008,8	1.199,3
<b>Illwerke AG</b>	95,5%	1.374,9	820,9	969,3	578,7
<b>Salzburg AG</b>	42,6%	1.260,1	752,3	221,8	132,4
<b>Summe</b>		<b>13.334,1</b>	<b>7.960,6</b>	<b>6.848,7</b>	<b>4.088,8</b>

Quelle: eigene Berechnungen

Für die unterschiedlichen Szenarien ergeben sich ein Unternehmenswert von 8 Milliarden Euro (bzw. 13,3 Mrd. mit dem kleinsten Diskontierungssatz) bzw. potenzielle Privatisierungserlöse von 4,1 Mrd. Euro, im günstigsten Fall etwa 6,8 Milliarden Euro.

In einem nächsten Schritt wird analog zur Vorgangsweise bei den börsennotierten Unternehmen der Zinsvorteil aus der Privatisierung den durchschnittlich anteilig entgehenden Jahresüberschüssen in den Jahren 2006 bis 2010 gegenüber gestellt.

---

vom betreffenden Bundesland gehaltene Anteil (teilweise über Holdinggesellschaften) für die Schätzung des Erlöses herangezogen. Diese Vorgehensweise bewirkt bei der Darstellung der öffentlichen Anteile auch Unterschiede zu vorangegangenen Studien, in denen keine eindeutige Methode bei der Bewertung der öffentlichen Anteile nachvollzogen werden kann. So wird zB bei Helmenstein et al. (2011: 91) der Anteil der Stadt Salzburg an der Salzburg AG als „Staatsanteil“ ausgewiesen, nicht aber der ca. 10%ige Anteil der sich wiederum zur Gänze im Eigentum der Stadt Linz befindlichen Linz AG an der Energie AG Oberösterreich..

**Abbildung 18: geschätzte Ertragsauswirkung bei Teilprivatisierung von Landesenergieversorgungsunternehmen (in Mio Euro)**

	Ø Jahres- überschuss	entfallender Überschuss	Zinsvorteil		Ergebnisänderung/Jahr	
			DS=10 %	DS=16,75 %	DS=10 %	DS=16,75 %
<b>Bewag</b>	4,4	-1,2	2,7	1,6	1,6	0,5
<b>Energie AG OÖ</b>	94,2	-25,8	23,2	13,9	-2,6	-11,9
<b>Energie Stmk</b>	136,9	-68,5	35,2	21,0	-33,2	-47,4
<b>Kelag</b>	80,0	-31,1	24,3	14,5	-6,8	-16,6
<b>Tiwag</b>	77,8	-58,4	46,6	27,8	-11,8	-30,6
<b>Wien Energie</b>	89,2	-66,9	72,7	43,4	5,9	-23,5
<b>Illwerke AG</b>	80,4	-56,7	35,1	20,9	-21,6	-35,7
<b>Salzburg AG</b>	29,8	-5,3	8,0	4,8	2,8	-0,5
<b>Summe</b>	<b>592,9</b>	<b>-313,8</b>	<b>247,9</b>	<b>148,0</b>	<b>-65,8</b>	<b>-165,8</b>

Quelle: eigene Berechnungen

Das Gesamtergebnis zeigt, dass sich die jährlichen Verluste der öffentlichen Hand durch eine – nur durch eine Verfassungsänderung rechtlich überhaupt erst mögliche – Verkauf der direkten Länderanteile an den Landesenergieversorgungsunternehmen über 25 % auf 165,8 Mio Euro belaufen würden. Mit dem niedrigen Diskontierungssatz ergäbe sich ein Gesamtverlust von 65,8 Mio Euro.

### 4.3 Münze Österreich AG

Die Münze Österreich AG steht derzeit zu 100 % im Eigentum der Nationalbank (OeNB), die seit Mitte 2010 wiederum zu 100 % im Besitz der Republik Österreich ist. Mittelbar ist somit auch die Münze Österreich zur Gänze in öffentlichem Eigentum. Inwieweit eine Privatisierung eines Kerngeschäftes einer Nationalbank durch Druck der Bundesregierung sinnvoll erscheint, wäre abseits finanzieller Überlegungen zu diskutieren. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht ergäbe sich bei einer Privatisierung des Unternehmens zumindest ein zu erwartender Verlust von 20 Mio. Euro jährlich.

**Abbildung 19: potentieller Privatisierungserlös und geschätzte Ertragsauswirkung – Münze Österreich AG (in Mio Euro)**

Münze Österreich AG		OeNB-Anteil:		100%	
Unternehmenswert		zu erwartender Erlös bei 75 %-Verkauf			
DS=10 %	DS=16,75 %	DS=10 %	DS=16,75 %		
751,2	448,5	563,4	336,3		
Ø Jahres- überschuss	entfallender Überschuss/J.	Zinsvorteil		Ergebnisauswirkung/Jahr	
		DS=10 %	DS=16,75 %	DS=10 %	DS=16,75 %
54,2	-40,7	20,4	12,2	-20,3	-28,5

Quelle: eigene Berechnungen.

## 4.4 Österreichische Bundesforste

Die Österreichische Bundesforste AG (ÖBf) ist zu 100 % im Eigentum der Republik. Mit einer bewirtschafteten Fläche von über 850.000 ha – mehr als 10 % der Fläche Österreichs – kommt ihr eine wesentliche Rolle bei der Landschaftspflege bzw dem Erhalt der natürlichen Ressourcen zu. Die Auflagen ihrer Tätigkeit sind erheblich, weshalb eine Privatisierung ohne gleichzeitig weitreichende Änderungen des Bundesforstgesetzes von 1996 auf wenig Interesse stoßen bzw. nur minimale Erträge abwerfen würde. So ist etwa ein Fruchtgenussentgelt für die zu rund 95 % weiterhin im direkten Besitz der Republik stehenden Grundstücke von 50 % des Betriebsergebnisses und ein Erhalt der qualitativen und quantitativen Substanz vorgesehen (vgl. Mader 2010). Aufgrund der Bedeutung für Wasserreserven, Naturschutz, Erholung und Freizeitgestaltung und der mit einer Privatisierung wohl unvermeidlich einhergehenden Widerstände in der Bevölkerung<sup>14</sup> erscheint die ÖBf in einem besondere Maße für eine Veräußerung ungeeignet.

**Abbildung 20: potentieller Privatisierungserlös und geschätzte Ertragsauswirkung – Österreichischen Bundesforste AG (in Mio Euro)**

Österreichische Bundesforste (öBf)				Anteil des Bundes:		100%
<b>Unternehmenswert</b>		<b>zu erwartender Erlös bei 75 %-Verkauf</b>				
DS=10 %	DS=16,75 %	DS=10 %	DS=16,75 %			
283,6	169,3	212,7	127,0			
<b>Ø Jahres- überschuss</b>	<b>entfallender Überschuss/J.</b>	<b>Zinsvorteil</b>		<b>Ergebniswirkung/Jahr</b>		
		DS=10 %	DS=16,75 %	DS=10 %	DS=16,75 %	
15,2	-11,4	7,7	4,6	-3,7	-6,8	

Quelle: eigene Berechnungen.

Geht man von einem sinngemäßen Erhalt des Bundesforstgesetzes aus, so kann das Immobilienvermögen sowie die darauf befindlichen Holzvorräte aufgrund der Verpflichtung zur Substanzerhaltung nur zu einem geringen Teil in die Schätzung des potentiellen Privatisierungserlöses eingerechnet werden – die damals übertragenen Vermögenswerte betragen 327 Mio Euro (Mader 2010: 72). Mit der herkömmlichen DFC-Methode ergibt sich ein zu erwartender Erlös von max. 286 Mio Euro – und folglich abermals nachhaltige Privatisierungsverluste in den Folgejahren. Dem steht eine Schätzung von 6,4 Mrd Euro Privatisierungspotential in Aiginger et al. (2010) gegenüber, bei der offensichtlich von einer der Privatisierung vorangehenden Überschreitung der noch im Besitz des Bundes befindlichen 95 % der durch die ÖBf forstwirtschaftlich genutzten Grundstücke sowie eine Einschränkung der Bewirtschaftungs- und Vermögenserhaltungsaufgaben im Bundesforstgesetz ausgegangen wurde. Es würde sich dann aber weniger um die Privatisierung des Forstbetriebes, sondern im Wesentlichen um den Verkauf von über 10 % des Staatsgebietes handeln.

<sup>14</sup> Der geplante Verkauf zweier 120 ha großen, felsigen, recht unattraktiven Grundstücken samt Berggipfel in Osttirol durch die BIG im Juli 2011, der nach öffentlichem Druck recht schnell per Eingriff des zuständigen Ministers gestoppt bzw durch Verkauf an die ÖBf gelöst wurde, lieferte hierfür ein Beispiel (vgl. derStandard.at, 2011)

## 4.5 Bundesimmobiliengesellschaft

Im Gegensatz zur ÖBf ist die – ebenfalls zu 100 % im Bundesbesitz befindliche – Bundesimmobilien GmbH (BIG) prinzipiell Eigentümerin der von ihr genutzten Immobilien. Das Vermögen besteht aus 7 Mio m<sup>2</sup> Gebäudenutzfläche, 25 Mio m<sup>2</sup> Grundstücksfläche, der für die Verwertung des nicht in das Kerngeschäft fallende Immobilienvermögen verantwortliche BIG Entwicklungs- und Verwertungs-GmbH sowie 45 % der Strategische Immobilien Verwertungs-, Beratungs- und Entwicklungs-GmbH, die nicht mehr benötigte Immobilien des Militärs verwertet. Da die BIG – abgesehen von historisch gewachsenen Sonderfällen (zB die verpachteten Kleingärten in Wien, Würstelstände, nicht mehr benutzte Grenzübergänge, etc.) – de facto ausschließlich Geschäfte mit öffentlich kontrollierten Einheiten tätigt, ist eine Abschätzung der potentiellen Privatisierungsauswirkung auf die Staatsfinanzen vor allem aufgrund der Wechselwirkung Mietkosten und Privatisierungserlös praktisch unmöglich. Erschwerend kommt hinzu, dass großteils eine Monopol- oder Oligopolsituation mit entsprechend verzerrten Marktpreisen vorherrschend ist die eine eindeutige Mietpreisbestimmung verhindert. Etwa bei Schulen, Gefängnissen und zT Universitäten (zusammen rund vier Fünftel der Mieteinnahmen 2010) wird es überhaupt keinen „Markt“ geben, weil weder andere MieterInnen abzusehen sind, noch erkennbar ist, wer alternative Vermietungsobjekte zB für Schulen oder Gefängnisse anbieten soll. Während die Folgen dieser beiderseitig monopolistischen Preisbildung momentan neben Koordinationsproblemen (Mader 2010: 69f.) lediglich eine potentielle Verschiebung des Budgetspielraums innerhalb des Bundes (zwischen Bildungs-, Justiz- und Wissenschaftsministerien auf der einen und die BIG bzw damit indirekt dem Wirtschafts- und Finanzministerien auf der anderen Seite) ist, so könnte das Ergebnis nach Privatisierung eine Umverteilung des Staates zu privaten InvestorInnen sein.

Das führt zum zweiten Bewertungsproblem, nämlich der langfristigen Mietpreisentwicklung. Bereits jetzt ist der Anstieg der Mietkosten des Bundes beträchtlich. Gemäß Bundesvoranschlag für das Jahr 2011 werden diese gegenüber 2006 kumuliert um 22,6 % gestiegen sein, während die Gesamtausgabensteigerung des Staates in Maastricht-Betrachtung – trotz der beträchtlichen Mehrausgaben im Zusammenhang mit der Finanzkrise – „nur“ bei 21,8 % liegen sollte. Ein noch stärker Anstieg der Mietpreise bei einer Privatisierung wäre auch deshalb anzunehmen, weil sich dann das Rating der BIG höchstwahrscheinlich verschlechtern würde (vgl. Moody's 2010). Folglich könnten die höheren Refinanzierungskosten mittel- bis langfristig in höhere Kosten für den Bund münden.

Unbestritten weist die BIG ein erhebliches Potential hinsichtlich der Privatisierungserlöse auf, dessen Schätzung aufgrund der prinzipiellen Schätzprobleme der Mietpreise, Vermögenswerte unter Berücksichtigung gesetzlicher und vertraglicher Auflagen, Verzerrungen durch Investitionsprogramme in Zusammenhang mit makroökonomischen Zielen (Stabilisierungsfunktionen in der Krise) bzw von Klimaschutzziele (thermische Sanierung) besonders schwierig ist. Gemäß Konzernabschluss nach IFRS lag alleine der Wert der Anlageimmobilien bei 9,2 Mrd Euro (dem 4,3 Mrd Euro an Fremdkapital gegenüber standen). Dem steht die Unternehmensschätzung des WIFO (Aiginger et al. 2010: 132) mit 4,7 Mrd Euro bzw Helmenstein et al. (2011: 89) mit 3,1 bis 6,1 Mrd Euro gegenüber. Gemäß eigenen Schätzungen analog zu den obigen Ergebnissen bei anderen Unternehmen ergeben sich Werte von 2,7 bzw 4,5 Mrd Euro.

**Abbildung 21: potentieller Privatisierungserlös und geschätzte Ertragsauswirkung – Bundesimmobilien GmbH (in Mio Euro)**

Bundesimmobiliengesellschaft (BIG)		Anteil des Bundes:		100%	
<b>Unternehmenswert</b>		<b>zu erwartender Erlös bei 75 %-Verkauf</b>			
DS=10 %	DS=16,75 %	DS=10 %	DS=16,75 %		
4.568,3	2.727,3	3.426,2	2.045,5		
<b>Ø Jahres- überschuss</b>	<b>entfallender Überschuss/J.</b>	<b>Zinsvorteil</b>		<b>ErgebnisAuswirkung/Jahr*</b>	
		DS=10 %	DS=16,75 %	DS=10 %	DS=16,75 %
81,7	-61,2	124,0	74,0	<b>62,8</b>	<b>12,8</b>

Quelle: eigene Berechnungen. \*ohne Berücksichtigung der Ausgaben des Bundes für Mieten

Selbst die niedrigste Schätzung von 2,7 Mrd Euro führt zu einem potentiellen Zinsvorteil durch Schuldenabbau bei Privatisierung, der den durchschnittlichen Jahresüberschuss der letzten Jahre übersteigt. Technisch gesehen liegt das vor allem an den – dem Wesen der Geschäftstätigkeit entsprechenden – hohen Abschreibungen. Hieran kann man abermals erkennen, dass der operative Cash-Flow für die DFC-Unternehmensbewertungsmethode weniger geeignet ist als der freie Cash-Flow, der die – ebenfalls bei der BIG besonders hohen Investitionen – berücksichtigt. Zweitens kann man die Gefahr einer Privatisierung der BIG erkennen: Private InvestorInnen könnten ihren Vorteil maximieren, indem sie die Investitionstätigkeit reduzieren. So kann man sich die offensichtlichere – und bei rechtzeitiger guter Vertragsgestaltung ohnehin nur begrenzt mögliche – Ausnutzung der beherrschenden Stellung mittels Preissteigerungen ersparen. Drittens sind darin die Mieterhöhungen der Zukunft nicht enthalten, die bereits in den letzten Jahren deutlich (3 % p.a.) über der allgemeinen Preisentwicklung lagen und nach der Privatisierung nicht mehr ergebnisneutral wären. Schreibt man diese Entwicklung fort, so würde aus dem potentiellen Privatisierungsgewinn bereits nach wenigen Jahren ein Privatisierungsverlust entstehen, da dann die höheren Preise nicht mehr auf ein Nullsummenspiel in „Konzernbetrachtung“ hinauslaufen würden.

## 4.6 Weitere Unternehmen

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 als es in dieser Studie berücksichtigt werden konnte. 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.

## 4.7 Zusammenfassung der Schätzergebnisse

Gemäß unseren Schätzungen ist von einem Privatisierungspotential bei einer weiteren Rückführung der öffentlichen Beteiligung auf eine Sperrminorität von 25 % bei den ÖIAG-Unternehmen, dem Verbund, den nicht-börsennotierten Landesversorgern, der Münze Österreich, den öBF und der BIG von 10,1 Milliarden Euro auszugehen. Im günstigsten Fall wäre derzeit mit maximal 14,6 Milliarden Euro zu rechnen. Der Staatsschuldenstand nach Maastricht könnte folglich von zuletzt 71,6 % des BIP (3. Quartal 2011) lediglich um etwa 3,3 Prozentpunkte (bzw. bestenfalls um 4,7) gesenkt werden – allerdings nur auf Kosten einer langfristig ungünstigeren jährlichen Entwicklung der Verschuldungsquote.

**Abbildung 22: 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
<b>Summe</b>	<b>10.394,4</b>	<b>7.634,5</b>	<b>-726,3</b>	<b>376,3</b>	<b>276,4</b>	<b>-350,0</b>	<b>-449,9</b>

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.

Abbildung 23: 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
<b>Teilsumme</b>	<b>4.202,3</b>	<b>2.508,8</b>	<b>-113,3</b>	<b>152,1</b>	<b>90,8</b>	<b>38,8</b>	<b>-22,5</b>
<b>Summe gesamt</b>	<b>14.596,7</b>	<b>10.143,3</b>	<b>-839,5</b>	<b>528,4</b>	<b>367,2</b>	<b>-311,1</b>	<b>-472,4</b>

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 hingegen der potentielle Einmalers, in erster Linie aufgrund der BIG.

## 5. CONCLUSIO

Im Rahmen dieser Analyse zeigt sich, dass 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. 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.

In einem ersten Schritt wurden zunächst der Privatisierungsvorgang in einer – derzeit real noch nicht existierenden – Vermögens-, Ertrags- und Finanzierungsrechnung des Staates beschrieben. Dabei zeigt sich, dass Privatisierungen zwar zu einem kurzfristig positiven Ergebnis in der Finanzierungsrechnung führen, das Ergebnis in der Vermögensrechnung bzw in der – für den Maastricht-Saldo eher relevanten – Ertragsrechnung aber allgemein offen ist und folglich nur in konkreten, empirisch zu überprüfenden Fällen, geklärt werden kann.

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 Zinersparnis 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 bringenden Vermögen Hand in Hand, der nach Abzug der möglichen Zinersparnis 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 einen Verbesserung der öffentliche Haushalte aus einer allfälligen weiteren Privatisierungen ableiten. Einschränkend ist jedoch festzuhalten, dass all diese Ergebnisse eine Zeitpunkt Betrachtung 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 recht groß sein um unsere Ergebnisse zu drehen: Bei einem zu erwartenden Privatisierungserlös von 10,1 Milliarden Euro müsste der Zinssatz ceteris paribus schon um etwa drei Prozentpunkte steigen um zu einer insgesamt positiven Auswirkung der Privatisierung auf die Staatsfinanzen zu kommen.

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.

## ANHANG

<b>Operative Cash-Flows 2006-2010 (in Mio Euro)</b>					
	2006	2007	2008	2009	2010
Bewag	32,4	40,6	42,8	22,2	-2,5
Energie AG OÖ	168,1	311,5	244,4	115,7	271,7
Energie Steiermark	172,0	231,5	205,1	163,2	149,5
Illwerke	118,4	110,3	133,2	138,4	152,9
Kelag	112,5	113,0	190,0	201,4	206,0
Salzburg AG	103,8	108,5	123,3	134,1	128,8
Tiwag	134,6	188,9	194,1	144,5	151,3
Wien Energie	201,1	313,1	200,4	288,6	268,2
BIG	365,4	440,2	430,6	517,4	414,7
Münze	5,8	70,1	110,9	72,9	99,7
öBf	18,1	16,7	34,6	33,8	32,1
<b>Jahresüberschüsse 2006-2010 (in Mio Euro)</b>					
	2006	2007	2008	2009	2010
EVN	266,8	260,0	229,8	198,0	228,7
Flughafen Wien	76,8	87,5	91,1	73,3	75,7
OMV	1.658,2	1.842,8	1.529,0	716,9	1.214,0
Post	130,5	164,9	158,2	124,8	148,7
Telekom	561,8	492,5	-48,7	94,9	195,1
Verbund	608,7	706,4	831,6	761,7	492,0
Bewag	25,1	20,2	-5,8	-8,7	-8,6
Energie AG OÖ	75,8	124,6	122,5	76,1	72,2
Energie Steiermark	167,5	173,1	169,9	88,6	85,5
Illwerke	63,4	78,7	84,6	93,7	81,7
Kelag	42,0	115,2	72,6	77,4	92,9
Salzburg AG	25,2	25,5	29,8	33,5	35,0
Tiwag	63,4	106,1	68,4	68,5	82,9
Wien Energie	97,8	95,9	82,0	89,8	80,3
BIG	54,7	79,4	42,5	94,4	118,2
Münze	-4,3	60,8	63,4	75,4	75,7
öBf	17,2	23,9	12,4	2,1	16,0
<b>Durchschnittliche Marktkapitalisierung 2011</b>					
EVN	1.937,3				
Flughafen Wien	614,2				
OMV	7.671,3				
Post	1.574,0				
Telekom	4.092,4				
Verbund	7.203,7	(inkl 51%iger direkter Bundesanteil)			

# 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](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](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. 19<sup>th</sup> 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](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](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](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-erloese-aus-der-verwertung-der-w.html>

Riegler, Christian (2000): *Hierarchische Anreizsysteme im wertorientierten Management*. Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart.

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

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

## "Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft"

sind unregelmäßig erscheinende Hefte, in denen aktuelle Fragen der Wirtschaftspolitik behandelt werden. Sie sollen in erster Linie Informationsmaterial und Diskussionsgrundlage für an diesen Fragen Interessierte darstellen.

**Ab Heft 78 sind die Beiträge auch als pdf-Datei zum Herunterladen im Internet**

<http://wien.arbeiterkammer.at/www-6007.html>

- Heft 84: Ist die „europäische Beschäftigungsstrategie“ nach fünf Jahren am Ende? Zur Bewertung des Luxemburg-Prozesses 1998-2002; Aug. 2003
- Heft 85: Vertikale und intraindustrielle Lohnstreuung in Österreich 1980-94; Aug. 2003
- Heft 86: Die Position Österreichs im internationalen Strukturwettbewerb; März 2004
- Heft 87: Geriatriische Langzeitpflege; April 2004 (Broschüre vergriffen)
- Heft 88: Vertikale und intraindustrielle Lohn- und Gehaltsstreuung in Österreich 1995-2000; April 2004
- Heft 89: Das österreichische Gesundheitswesen; Aug. 2004
- Heft 90: Am Rande des Arbeitsmarktes. Haushaltsnahe Dienstleistungen in der Diskussion; Nov. 2004
- Heft 91: Ein alternativer Stabilitäts- und Wachstumspakt; Nov. 2004
- Heft 92: Die Verwaltungsausgaben der österreichischen Gemeinden; Feb. 2005
- Heft 93: Register zu „Wirtschaft und Gesellschaft“ 1987-2004 und „Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft“; Jän. 2005
- Heft 94: Finanzausgleich – Wie geht es weiter?; Oktober 2005
- Heft 95: „Die Qualifikationsstruktur der Beschäftigung in Österreich: Die Entwicklungen 1991-2001 und eine Projektion bis 2010?“; Nov. 2005
- Heft 96: Betriebliche Mitbestimmung und Arbeitszufriedenheit; Jänner 2006 (Broschüre vergriffen)
- Heft 97: Sozialpartnerschaftliche Politikberatung – Der Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen 1963-2005; Februar 2006
- Heft 98: Die Maastricht-Kriterien und das Trilemma der neuen EU-Mitglieder; Februar 2006
- Heft 99: Gender Budgeting in Europa; November 2006
- Heft 100: The Effects of Globalization on Income Distribution; Februar 2007
- Heft 101: Die Bildungs- und die Berufsstruktur der Beschäftigung in den Wirtschaftsklassen Wiens 1991-2001; März 2007
- Heft 102: Weiterbildung und lebensbegleitendes Lernen – Vergleichende Analysen und Strategievorschläge für Österreich; Oktober 2007
- Heft 103: Renditen betrieblicher Weiterbildung in Österreich; Dezember 2007
- Heft 104: Der Wandel der Branchen- und Berufsstruktur der österreichischen Beschäftigung seit Anfang der 1990er Jahre; Dezember 2007
- Heft 105: Spezialisierungsmuster und Wertschöpfungsintensität der österreichischen Exportwirtschaft; Jänner 2008
- Heft 106: Die neue Weltwirtschaftskrise – Ursachen, Folgen, Gegenstrategien; Mai 2009
- Heft 107: Das EU-Budget und der Lissabon-Prozess eine empirische Effizienzanalyse aus konvergenzpolitischer und regionalpolitischer Sicht; November 2009
- Heft 108: Gering qualifiziert in der „Wissensgesellschaft“ – Lebenslanges lernen als Chance oder Zumutung; Juli 2010
- Heft 109: Bilaterale Entwicklungsfinanzierung in Europa; Juni 2011
- Heft 110: Ratings in der Krise; November 2011
- Heft 111: Globalisierung und die Zukunft der EU-2020-Strategie; November 2011
- Heft 112: Atypische Beschäftigungsverhältnisse – Segmentierungstheoretische Erklärung und empirische Analyse der Entwicklung in Österreich, Februar 2012
- Heft 113: Europäisches Kräftemessen – Europäische Kräfte messen, Februar 2012

---

Eigentümer, Verleger, Herausgeber und Vervielfältiger: Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien; alle: 1041 Wien, Prinz Eugen-Straße 20-22, Postfach 534