



## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

17. Juli 2015

**Autor**

Dieter Bräuninger  
+49 69 910-31708  
dieter.braeuninger@db.com

**Editor**

Barbara Böttcher

Deutsche Bank AG  
Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

Für Privatisierungen als Element marktwirtschaftlich orientierter Strukturpolitik **spricht vieles**: Regierungen können damit die Glaubwürdigkeit von Reformanstrengungen dokumentieren. Der Einstieg privater Akteure bei staatlichen Unternehmen und/oder bei Durchführung, Betrieb und Finanzierung von Infrastrukturprojekten kann Staatskassen entlasten, Restrukturierungen erleichtern, für höhere Produktivität sorgen und verbesserte Risikosteuerung ermöglichen.

**Die Zeit für Privatisierungen ist günstig**. Die wirtschaftliche Lage im Eurogebiet hat sich gebessert. Institutionelle Anleger wie Pensionsfonds und Versicherungen suchen angesichts niedriger Renditen alternative Investitionsmöglichkeiten.

**In Deutschland spielt Privatisierung zumindest auf Bundesebene keine gewichtige Rolle**. Dies reflektiert, dass der Bund seinen Beteiligungsbesitz an größeren Industrieunternehmen bereits weitgehend abgebaut hat. Zudem ist der fiskalische Druck geringer als in anderen Ländern des Eurogebietes. Das Privatisierungspotential ist in Deutschland aber keineswegs ausgeschöpft.

**In Frankreich lässt sich eine Akzentverschiebung beim Umgang mit Staatsbesitz beobachten**. Neben industriepolitischen Erwägungen wird das Ziel des Schuldenabbaus stärker betont. Die Regierung kündigte vergangenen Herbst an, bis Ende 2015 Beteiligungen im Gesamtumfang von EUR 5 Mrd. bis EUR 10 Mrd. abzugeben. Allerdings hat der Staat wiederholt und auch in jüngerer Zeit Anteile an Unternehmen erworben, um sich Kontrollrechte dort zu sichern.

**Die italienische Regierung setzt ebenfalls auf Privatisierungen**. Ihr Programm für Reformen, fiskalische Nachhaltigkeit und Wirtschaftswachstum sieht Beteiligungsverkäufe von rd. EUR 11 Mrd. p.a. vor. Verkäufe an internationale Investoren sollen zeigen, dass Italien offen und attraktiv für ausländisches Kapital ist. 2014 blieb deutlich hinter den Vorgaben zurück; 2015 zeichnen sich höhere Erlöse ab.

**In Spanien war das Geschehen in den letzten Jahren v.a. durch staatliche Hilfen zur Stabilisierung des spanischen Bankensystems geprägt**. Der Staat ist jedoch bereits wieder auf dem Rückzug aus dem Sparkassensektor. Im realwirtschaftlichen Bereich hat die Zentralregierung neuen Anlauf zur Veräußerung von Staatsbeteiligungen unternommen.

**In Portugal stehen Privatisierungen weit oben auf der politischen Agenda**. Die Regierung sieht darin sogar das Flaggschiff ihrer Strukturreformen. Die Privatisierungserlöse der vergangenen vier Jahre summieren sich auf 5,6% des BIP.

**In Griechenland sollen Privatisierungen eine wesentliche Rolle bei der Wiederherstellung von Vertrauen in den Staat spielen**. Der Verkauf und effizienteres Management von Staatsvermögen sollen Einnahmen von EUR 50 Mrd. generieren. Angesichts der verschlechterten Wirtschaftslage sowie wenig ermutigender Erfahrungen der vergangenen vier Jahre, in denen Verkäufe von staatlichem Vermögen nur EUR 3,1 Mrd. erbrachten, erscheint das Ziel als sehr ambitioniert.



## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

### Einleitung

#### BIP-Wachstum

1

% gg. Vj., real

	2103	2014	2015P	2016P
Euroland	-0,4	0,9	1,4	1,6
DE	0,1	1,6	1,6	1,7
FR	0,7	0,2	1,2	1,6
IT	-1,7	-0,4	0,7	1,5
ES	-1,2	1,4	3	2,5
PT	-1,6	0,9	1,6	1,7
GR	-4	0,7	-0,3	1,3

Quelle: Deutsche Bank Research

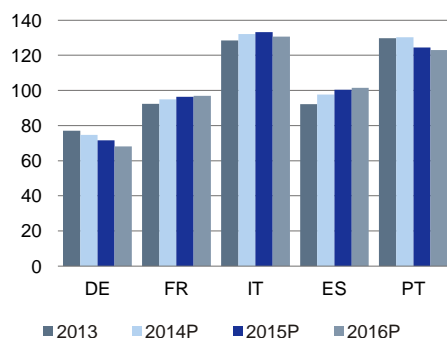
Das Thema Privatisierung hat durch die jüngst beim Gipfel der Staats- und Regierungschefs der Eurozone getroffenen Vereinbarungen mit Griechenland neue Aufmerksamkeit erhalten. Nach dem Willen der Gläubigerländer soll dort ein Privatisierungsfonds eingerichtet werden. Dabei geht es zunächst v.a. darum, die Glaubwürdigkeit des griechischen Reformkurses zu untermauern. Mittel- und längerfristig erwarten die Gläubiger aber auch nennenswerte Privatisierungserlöse, die u.a. für die Rückzahlung von Krediten verwendet werden sollen.

Aber auch mit Blick auf andere Länder verdient das Thema Beachtung. Zwar hat sich die wirtschaftliche Lage im Eurogebiet weithin merklich gebessert. Auch die südeuropäischen Länder Italien, Portugal und Spanien erholen sich von der durch die Staatsschuldenkrise verursachten Rezession. Mit Ausnahme Griechenlands haben die Länder wieder relativ problemlos Zugang zum Kapitalmarkt. Das QE-Programm der Europäischen Zentralbank (EZB) sorgt dabei für niedrige Zinsen an den Märkten für Staatsanleihen. Neben Irland konnten inzwischen auch Portugal und Spanien die auf die Gesamtwirtschaft bzw. den Finanzsektor (Spanien) ausgerichteten Hilfsprogramme der drei Kreditgeberinstitutionen, Europäische Kommission, EZB und IWF, wieder verlassen.

#### Hohe Staatsverschuldung

2

Brutto-Staatsverschuldung, % des BIP



Quelle: Europäische Kommission

Die Problematik hoher Staatsverschuldung ist indes noch keineswegs vom Tisch. In ihrer Frühjahrsprognose 2015 betont die EU-Kommission zwar, dass sich die Aussichten für die öffentlichen Finanzen im Eurogebiet aufhellen und die Defizitquoten sinken.<sup>1</sup> Gleichwohl sind in vielen Ländern die Defizitquoten weiterhin relativ hoch und die Verschuldungsquoten sinken weithin kaum. Der Kommissionsprognose zufolge überschreitet die Defizitquote in Frankreich, Spanien und Portugal auch 2015 die 3%-Schwelle des Maastrichter Vertrages. Und etwa in Frankreich, Griechenland, Italien und Spanien nimmt die Schuldenstandsquote zumindest 2015 weiter zu. Diese Länder sowie auch Portugal weisen jedoch bereits sehr hohe Verschuldungsquoten von nahe 100% des BIP und mehr auf.

Dennoch fordern Privatisierungskritiker angesichts niedriger Zinsen eine Ausdehnung der Staatstätigkeit und Verzicht auf weitere Privatisierungen. Ihrer Ansicht nach solle der Staat gerade jetzt keine Vermögenswerte, die Erträge generieren, veräußern. Die Kritiker übersehen jedoch, dass die niedrigen Zinsen von der Geldpolitik der EZB bezweckt sind. Die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen sollen u.a. die Kreditversorgung der Wirtschaft im Eurogebiet, insbesondere in Südeuropa, in Schwung bringen. Die Geldpolitik stützt so die wirtschaftliche Erholung. Die Maßnahmen entlasten aber auch die hochverschuldeten Länder bei der Kreditaufnahme und beim Schuldendienst und verschaffen ihnen mehr Zeit bei der notwendigen Haushaltskonsolidierung und für strukturelle Reformen. Jetzt vom Kurs der Konsolidierung abzuweichen, hieße, Intentionen der Geldpolitik zu konterkarieren. Damit würde nicht nur die Schuldenreduzierung weiter verzögert und erschwert. Vielmehr würde auch das allmählich wiederkehrende Vertrauen der Märkte zerstört.

Gerade jetzt ist die Zeit für Privatisierungen günstig. Nicht nur die Kurse an den Bondmärkten, sondern auch an den Aktienbörsen bewegen sich vielerorts auf hohem Niveau. Damit bestehen günstige Perspektiven, dass Regierungen bei der Veräußerung von Vermögenswerten angemessene Erträge generieren können. Noch vor wenigen Jahren wurde den drei Brüsseler Institutionen vorgeworfen, die Vorgaben ihrer Hilfsprogramme zwingen betroffene Regierungen, Staatsvermögen zu Ausverkaufspreisen abzugeben. Von entsprechenden Preisniveaus kann heute weithin nicht mehr die Rede sein.

<sup>1</sup> Europäische Kommission (Hrsg.) (2015). Frühjahrsprognose 2015: Rückenwind für die wirtschaftliche Erholung. Pressemitteilung. Brüssel. 5. Mai 2015.



## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

---

Da insbesondere an Bondmärkten kaum noch attraktive Renditen zu erzielen sind, suchen viele institutionelle Anleger, v.a. Pensionsfonds und Versicherungen, nach anderen Investitionsmöglichkeiten. Die Übernahme von Anteilen an staatlichen Unternehmen und/oder die Beteiligung an Öffentlich-Privaten Partnerschaften (ÖPPs) können entsprechende Gelegenheiten bieten. So befasst sich etwa in Deutschland die Versicherungswirtschaft seit geraumer Zeit mit Chancen von ÖPPs im Verkehrssektor und anderen Infrastrukturbereichen.<sup>2</sup> Ungeachtet aktueller Marktlagen hängt der (finanzielle) Erfolg von Privatisierungen wesentlich von der sachgerechten Gestaltung des Privatisierungsprozesses selbst ab. Diese Aspekte, etwa die Frage des bestmöglichen Verkaufsverfahrens, können hier indes nicht erörtert werden.

Bei Privatisierungen geht es aber um mehr als bloße Umbuchung von Vermögenswerten und den von ihnen generierten Cash-Flows weg vom Staat hin zum privaten Sektor. Es geht weithin um ein Kernelement einer nachhaltigen Wachstumsstrategie. So hat alleine schon die damit verbundene Entlastung der Staatsbudgets positive Weiterungen. Regierungen können damit Glaubwürdigkeit ihrer Reformanstrengungen dokumentieren. Das schafft Vertrauen, ohne das eine Rückkehr zur Normalität in der Eurozone nicht gelingen kann.

Vor allem für kleinere Länder ist zudem wichtig, dass Privatisierungen die Chance bieten, Investoren aus dem Ausland zu gewinnen. Wenn sich ausländische Investoren an Unternehmen beteiligen, fließt in vielen Fällen dem Land neben Kapital auch wichtiges Know-how zu. Darauf kommt es v.a. dort an, wo sich nach langen Krisenjahren bei staatlichen Unternehmen und Infrastruktureinrichtungen großer Investitions- und Modernisierungsbedarf aufgestaut haben.

Ein weiterer zentraler Aspekt kommt hinzu. Mit dem Verkauf von Vermögenswerten und/oder Unternehmen bzw. Unternehmensbeteiligungen stärken privatisierungsbereite Regierungen den privaten Sektor. Die Übertragung von Eigentums- und Kontrollrechten auf private Akteure eröffnet die Perspektive erhöhter Effizienz im Vergleich zur Wirtschaftstätigkeit unter staatlicher Regie. Freilich zeigt die Erfahrung, dass Effizienzgewinne wesentlich davon abhängen, inwieweit die Aktivitäten in einem von Marktkräften geprägten Umfeld erfolgen.

Anhaltend heftig wird über die Privatisierung von Diensten der Daseinsfürsorge gestritten. Gegen die Übergabe von Krankenhäusern oder v.a. von Wasserversorgungs- und Entsorgungseinrichtungen an private Betreiber bestehen vielerorts starke Widerstände. Kritiker monieren insbesondere das Bestreben privater Investoren Gewinne zu erzielen. Dies treibe die Preise privatisierter Dienste in die Höhe und führe zu geringerer Qualität der Leistungen, heißt es. Solche pauschale Kritik ist verfehlt. Sie übersieht, dass solchen möglichen Fehlentwicklungen bei der Privatisierung, sei es beim Verkauf, sei es bei einer Lizenzvergabe an private Betreiber, durch sachgerechte, wettbewerblich gestaltete Bieterverfahren, geeignete Auflagen bzw. Leitlinien für den Betrieb der Einrichtungen und effiziente Kontrolle entgegengewirkt werden kann.<sup>3</sup> ÖPPs bieten vielfältige Chancen. Insbesondere besteht die Perspektive durch Einbeziehung privater Expertise sowie durch Größen- und Netzwerkeffekte Produktivitätsgewinne zu erzielen. Die Mitwirkung privater Akteure bei der Finanzierung entlastet darüber hinaus die Staatskassen und erweitert den Raum für eine verbesserte Streuung von Risiken.

Die politischen Widerstände dürften viel dazu beigetragen haben, dass die Privatisierung von Diensten der Daseinsfürsorge in der EU weithin Priorität verloren hat. Vielmehr nahmen in den letzten Jahren staatliche Behörden in mehre-

---

<sup>2</sup> Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV, Hrsg.) (2014). Positionspapier – Zur Finanzierung der Verkehrsinfrastruktur.

<sup>3</sup> Siehe dazu z.B. OECD (Hrsg. 2012). Recommendation of the Council on Principles for Public Governance of Public-Private Partnerships.



## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

ren Ländern privatwirtschaftlich bzw. privatrechtlich betriebene Einrichtungen der Daseinsvorsorge wieder zurück unter staatliche Obhut. Das Beharren auf tradierten Lösungen kontrastiert indes zur Vielfalt der Arrangements in Europa in diesem Bereich. Je nach Land unterschiedlich und innerhalb der Länder keineswegs einheitlich sind Energieversorgung, Krankenhäuser, Schienenverkehr, Postdienste oder Wasserversorgung teils in privater und teils in staatlicher Hand.

Es spricht also wenig dagegen und einiges dafür, dass die Länder im Eurogebiet vorhandene Privatisierungspotenziale nutzen. Inwieweit dies derzeit geschieht bzw. in den letzten Jahren geschehen ist, soll im Folgenden anhand ausgewählter Länder dargestellt werden. Dabei richtet sich der Blick vor allem auf die hoch verschuldeten südeuropäischen Länder. Auch der Umgang mit Staatsbesitz in Frankreich und Deutschland, den beiden wirtschaftsstärksten Euro-Ländern, ist von Interesse.

Der jeweilige staatliche Beteiligungsbesitz kann hier aber nicht im Detail und nicht vollständig analysiert werden. Das Staatsvermögen wird i.d.R. von verschiedenen Institutionen verwaltet. Neben Einrichtungen unter unmittelbarer Kontrolle der Regierungen sind hier v.a. staatliche Förderbanken zu nennen. Diese staatlichen Institute und ihre mitunter zahlreichen Tochtergesellschaften halten i.d.R. nicht nur Anteile an großen, börsennotierten Unternehmen, sondern auch – dem Förderzweck entsprechend – an kleinen und mittleren Unternehmen (KMU). Gerade auf solche, im Einzelnen wertmäßig jeweils kleinere Beteiligungen kann hier nicht näher eingegangen werden.

### Wesentliche Privatisierungen des Bundes 3

2012

- Ge-Mi-Bau Mittelbadische Baugenossenschaft eG (Bundesanteil: 0,11%), Vollprivatisierung: 0,11%
- Genossenschaft für Wohnungsbau Oberland eG (Bundesanteil: 2,09%), Vollprivatisierung: 2,09%
- Neue Lübecker Norddeutsche Baugenossenschaft eG (Bundesanteil: 0,06%), Vollprivatisierung: 0,06%
- Baugenossenschaft Familienheim Heidelberg eG (Bundesanteil: 0,03%), Vollprivatisierung: 0,03%
- Deutsche Post AG Direktverkauf aus KfW-Bestand (Accelerated Bookbuilding-Verfahren), KfW-Anteil 25,5 %.

2013

- TLG IMMOBILIEN GmbH (Bundesanteil: 100%), Vollprivatisierung: 100%
- TLG WOHNEN GmbH (Bundesanteil: 100%), Vollprivatisierung: 100%
- Deutsche Post AG Ausübung der 2009 begebenen Umtauschanleihe aus KfW-Bestand, KfW-Anteil: 21,0%.
- Duisburger Hafen AG (Bundesanteil 33,33%), Verkauf des Anteils an Beteiligungsgesellschaft des Landes Nordrhein-Westfalen (d.h. keine Privatisierung).

2014 und 2015 veräußerte der Bund weitere Immobilien (Wohnungsbestände) in Berlin an städtische Gesellschaften. Auch bei diesen, derzeit z.T. noch nicht abgeschlossenen Transaktionen kann nicht von Privatisierungen gesprochen werden, auch wenn sie Einnahmen für den Bund erbrachten.

Quelle: BMF

## Deutschland

In Deutschland spielt Privatisierung im Sinne des Verkaufs von Beteiligungsbesitz seit einigen Jahren zumindest auf Bundesebene keine gewichtige Rolle. So findet sich der Begriff in dem von den Regierungspartnern im Herbst 2013 geschlossenen Koalitionsvertrag nur in eher negativen Kontexten.<sup>4</sup>

Dies reflektiert zum einen, dass der Bund seinen Beteiligungsbesitz insbesondere an börsennotierten Unternehmen bereits weitgehend abgebaut hat. Zum anderen ist der fiskalische Druck in Deutschland relativ geringer als in vielen anderen Ländern des Eurogebietes. Wie schon 2014 wird Deutschland voraussichtlich auch in diesem und im nächsten Jahr einen Budgetüberschuss von gut ½% des BIP erzielen. Und der Staat kann problemlos und zu sehr günstigen Konditionen Anleihen emittieren.

Das heißt aber nicht, dass das Privatisierungspotential bereits ausgeschöpft wäre. Vielmehr verfügt der Staat u.a. noch über nennenswerte Anteile an der Deutschen Post (über die KfW) und der Deutschen Telekom. Die Deutsche Bahn befindet sich noch zu 100% in Bundesbesitz. Des Weiteren verfügt der Bund über Anteile an den Flughäfen Köln/Bonn (30,94%) und München (26%) sowie am im Bau befindlichen Flughafen Berlin/Brandenburg (26%). Alle drei genannten Plätze sind noch vollständig in staatlicher Hand. (Die restlichen Anteile halten die jeweiligen Länder u. Kommunen.) Über den Finanzmarktstabilisierungsfonds SoFFin ist der Bund zudem u.a. noch mit 17,15% an der Commerzbank AG und zu 100% an der Strategie- und Finanzholding Hypo Real Estate beteiligt. Ungeachtet fortgesetzter Verkäufe verfügt der Bund auch über umfangreiche Immobilienbestände, darunter 39.000 Wohnungen (Ende 2014).

<sup>4</sup> Etwa wenn unter der Überschrift „Außerlandwirtschaftliche Kapitalinvestoren und Flächenprivatisierung“ gefordert wird, Kontrollen für den Erwerb landwirtschaftlicher Flächen durch nicht-landwirtschaftliche und überregionale Investoren zu prüfen“. S. Bundesregierung (Hrsg.) (2013). Deutschlands Zukunft gestalten. Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD, S. 123.



## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

### Bundesbeteiligungen - auf dem Privatisierungsprüfstand?

4

- Airbus Group 11% (der Stimmrechte)
- Deutsche Telekom AG, 14,30% (weitere 17,50% KfW)
- Deutsche Post AG (KfW 21%)
- Deutsche Bahn AG, 100%
- Flughafen Berlin/Brandenburg GmbH 26%
- Flughafen Köln/Bonn GmbH, 30,94%
- Flughafen München GmbH, 26%
- DEGES Deutsche Einheit Fernstraßenplanungs- u.-bau GmbH, 29,08% (weitere 70,2% im Besitz von Bundesländern – 12 Länder je 5,91%)
- DFS Deutsche Flugsicherung GmbH, 100%
- ÖPP Deutschland Beteiligungsgesellschaft mbH 57% (gemeinsam mit Ländern u. Kommunen, Stand Nov. 2013).

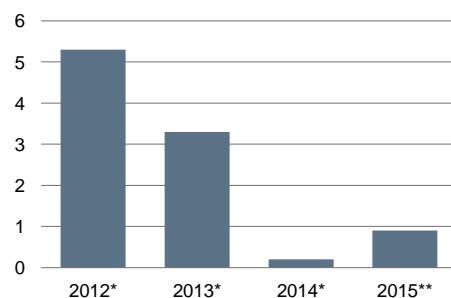
Einem Bericht des Bundesfinanzministeriums vom Dezember 2014 zufolge ist bei allen oben genannten Unternehmen der Realwirtschaft eine Verringerung bzw. eine vollständige Veräußerung der unternehmerischen Beteiligung des Bundes beabsichtigt bzw. in Prüfung.<sup>5</sup> (Siehe auch Box am Rand.) Das bedeutet aber nicht, dass konkrete Maßnahmen auch schon bald in die Wege geleitet werden. Angesichts fehlender Hinweise im Koalitionsvertrag wären umfangreiche Verkäufe von Anteilen bei diesen Unternehmen, insbesondere bei der Deutschen Bahn AG, eher überraschend. Bei der Bahn stehen die Infrastruktursparten, d.h. insbesondere das Schienennetz und dessen Betrieb, ohnehin nicht zur Disposition, da sie laut Bundesfinanzministerium „in Zusammenhang mit der staatlichen Infrastrukturverantwortung stehen“. Hingegen sind demnach „perspektivisch 24,9 v.H. der DB Mobility Logistics AG [Transport- und Logistiksparte der Bahn, eigene Anmerkung] zur Privatisierung vorgesehen“.

In den letzten Jahren hat der Bund Anteile im Bereich der Immobilienwirtschaft abgegeben. Zudem reduzierte sich der Anteil der KfW an der Deutsche Post AG durch Veräußerung und als Folge der Ausübung einer 2009 begebenen Umtauschanleihe. Davon abgesehen gab der Bund aber keine nennenswerten Vermögensanteile in private Hände ab. Für 2014 sowie auch für das laufende Jahr weist die Haushaltsplanung des Bundes Privatisierungserlöse von nur EUR 0,2 Mrd. bzw. 0,9 Mrd. aus.

### Privatisierungserlöse des Bundes

5

Mrd. EUR



\* Haushaltsjahr; \*\* Planung, ohne Erlöse aus Verkauf der Deutsche Pfandbriefbank (PBB)

Quelle: BMF

Mitte Juli 2015 hat der Bund bzw. der Finanzmarktstabilisierungsfonds SoFFin gut drei Viertel der Anteile an der Deutschen Pfandbriefbank (PBB) an die Börse gebracht (bei vollständiger Ausübung der den Konsortialbanken eingeräumten Greenshoe-Option 80%) und Presseberichten zufolge dabei rd. EUR 1,16 Mrd. bis EUR 1,4 Mrd. Erlöst. In der Pfandbriefbank ist das Kerngeschäft der in Besitz des SoFFin befindlichen Hypo Real Estate (HRE) gebündelt.

Die Privatisierung von Verkehrswegen ist in Deutschland nicht geplant. Das gilt nicht nur für das Schienennetz, sondern auch das Fernstraßennetz, dessen Eigentümer ebenfalls der Bund ist. In beiden Bereichen, v.a. bei den Bundesfernstraßen besteht jedoch nach einmütiger Expertenmeinung erheblicher Investitionsstau. Wege für höhere Effizienz bei Ausbau, Instandhaltung und Betrieb der Fernstraßen sowie bei der Finanzierung entsprechender Vorhaben hat eine vom Bundesverkehrsminister eingesetzte Expertenkommission kürzlich aufgezeigt.<sup>6</sup> So könnten diese Aufgaben, die derzeit i.d.R. noch die Länder in Auftragsverwaltung durchführen, an eine neu zu gründende, bundesweit tätige, privatrechtlich organisierte Betreibergesellschaft („Infrastrukturgesellschaft für die Bundesfernstraßen“) übertragen werden. Die Gesellschaft könnte sich neben Mauteinnahmen auch durch Aufnahme von privatem Kapital finanzieren. Allerdings konnte sich die mit Experten aus unterschiedlichen (gesellschafts-) politischen Lagern besetzte Kommission gerade auch hinsichtlich der komplexen Fragen der Finanzierung und Haftung einer solchen Gesellschaft auf kein Modell einigen.

### Voraussetzung für Aufgabenerfüllung durch Bundesbeteiligung\*

6

- Es liegt wichtiges Bundesinteresse vor.
- Der Zweck lässt sich auf andere Weise nicht besser und wirtschaftlicher erreichen.
- Die Einzahlungsverpflichtung des Bundes ist begrenzt.
- Der Bund erhält einen angemessenen Einfluss, insbes. im Aufsichtsrat oder in einem sonstigen Überwachungsorgan.

\* nach § 65 Bundeshaushaltsordnung (BHO)

Quelle: BMF

Wie beim Bund ist Privatisierung auch auf Ebene von Ländern und Gemeinden kein wesentliches Thema, sieht man etwa vom Verkauf von Wohnungen (2012 und 2013 insgesamt 75.000) durch die Länder ab. So halten Länder und Kommunen noch wesentliche Anteile an Infrastruktureinrichtungen wie Flughäfen, Binnen- und Seehäfen oder Messegesellschaften. Einzelne Länder sind zudem sogar noch an Industrieunternehmen beteiligt (z.B. Niedersachsen an der Volkswagen AG (20%) und der Salzgitter AG (26,5%), Baden-Württemberg an der Staatsbrauerei Rothaus AG (100%)).

<sup>5</sup> Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (2014). Bericht des BMF zur „Verringerung von Beteiligungen des Bundes – Fortschreibung 2014“. S.3.

<sup>6</sup> Expertenkommission „Stärkung von Investitionen in Deutschland“ (Hrsg.) (2015). Stärkung von Investitionen in Deutschland. Bericht der Expertenkommission.



## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

Bei den Kommunen ist weiterhin ein gewisser Trend zur Rekommunalisierung zu beobachten. Er betrifft etwa die Bereiche Wasserversorgung und v.a. die Energieversorgung, insbesondere Leitungsnetze. Im Krankenhaussektor deutet eine stagnierende Zahl privater Kliniken darauf hin, dass die in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahrzehnts zu beobachtende Privatisierungswelle zum Stillstand gekommen ist. Freilich fand in jüngerer Zeit auch eine Konsolidierung bei den privaten Kliniken statt.

### Frankreich

Wie viele andere Länder hat Frankreich in den vergangenen 30 Jahren seinen früher umfangreichen Staatsbesitz nennenswert reduziert. Allerdings geschah das nicht immer mit letzter Konsequenz. Vielmehr gehörten interventionistische Ansätze in der Wirtschafts- und Strukturpolitik oftmals zum Staatsverständnis französischer Administrationen. Dieses schloss i.d.R. eine aktive unternehmerische Rolle des Staates in als strategisch wichtig erachteten Wirtschaftsbereichen ein. Deswegen hat der Staat bis heute in mehreren Sektoren wesentliche Kontrollrechte an größeren Unternehmen behalten. Zudem wurde das Management staatlicher Beteiligungen vielfach nicht als Einbahnstraße weg vom Staat und hin zu privaten Akteuren gesehen. Vielmehr haben Regierungen immer wieder auch staatliche Beteiligungen an Unternehmen neu auf- bzw. ausgebaut, um das Wirtschaftsgeschehen direkt beeinflussen zu können.

Ein mehrgleisiger Ansatz charakterisiert auch die Politik der letzten Jahre. „Aktives Management staatlicher Beteiligungen“ lautete das Motto der Wirtschaftspolitik der Regierungen unter Präsident Hollande. Gemäß diesem Leitmotiv hat der Staat einerseits Beteiligungen reduziert. Die dabei erzielten Einnahmen kamen aber kaum der Verminderung von Staatsschulden zugute. Vielmehr flossen erkleckliche Summen in den Aufbau der Ende 2012 gegründeten Förderbank Bpifrance, die v.a. kleine und mittlere Unternehmen unterstützt und Innovationen fördert. Nicht zuletzt erleichterten Privatisierungserlöse auch direkte Anteilskäufe und Restrukturierungsmaßnahmen durch die staatliche Beteiligungsagentur APE. Abseits des geplanten politischen Handelns sah sich die Regierung 2011/12 zudem veranlasst, die infolge der Finanzmarktkrise notwendig gewordene Umstrukturierung und Rekapitalisierung der belgischen Bank Dexia u.a. durch Kapitalzufuhr und Übernahme von Anteilen zu unterstützen.

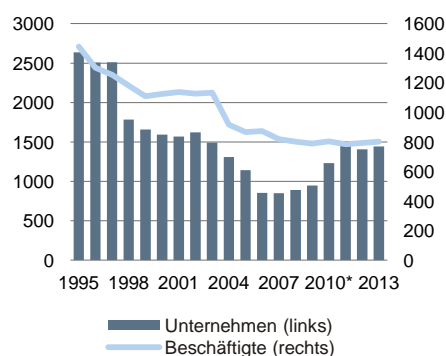
Seit dem Amtsantritt der ersten und mehr noch zweiten Regierung von Premierminister Valls im Sommer 2014 lässt sich indes eine Akzentverschiebung beobachten. Die neue Regierung betont stärker als ihre Vorgänger den Beitrag des Beteiligungsmanagements zur Verminderung der Staatsschulden. So leistete die APE im Oktober 2014 eine Zahlung von EUR 1,5 Mrd. an die Staatsschuldenkasse (Caisse de la dette publique, CDP). Zum ersten Mal seit 2006 wurden damit Privatisierungserlöse unmittelbar zur Schuldenreduzierung verwendet. Im Einklang mit dem neuen Ansatz kündigte Wirtschaftsminister Macron ebenfalls im Oktober 2014 an, dass der französische Staat in den darauf folgenden 18 Monaten Beteiligungen im Umfang von EUR 5 Mrd. bis EUR 10 Mrd. abgeben wolle. Das Gros der Erlöse ist dabei für den Schuldenabbau vorgesehen.

Allerdings wendet sich die Regierung damit nicht von industriepolitischen Zielen ab. So geht der Verkauf von Anteilen an börsennotierten Unternehmen nicht mit einer entsprechenden Verminderung der Kontrollrechte einher. Das verhindert das doppelte Stimmrecht für Aktien, die sich zwei Jahre oder länger im Besitz ein und desselben Aktionärs befinden. Dieses Gesetz wurde Anfang 2014 modifiziert. Während die Regelung zuvor nur galt, wenn sie in Unternehmenssatzungen ausdrücklich vorgesehen war, gilt sie nun grundsätzlich für alle Unternehmen, es sei denn das Doppelstimmrecht ist satzungsgemäß ausgeschlossen.

Französische Unternehmen mit mehrheitlichem Staatsanteil

7

Absolute Anzahl der Firmen (linke Skala)  
Anzahl der Beschäftigten, in 1.000 (rechte Sk.)



\* ab 2010 verschiedene Brüche in der Datenreihe

Quelle: Insee



## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

APE-Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen\*

8

- Aéroport de Paris 50,63%
- Airbus Group 10,94%
- Air France KLM 17,58%
- Areva 28,83% (weitere 54,37% hält das CEA (Commissariat à l'Énergie Atomique et aux énergies alternatives))
- CPN 1,1% (zudem halten die Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) 40,8% und La Banque Postale 36,3% an dem Versicherungsunternehmen)
- Dexia 5,73% (weitere Anteile hält CDC)
- EDF 84,49%
- GDF SUEZ(Engie) 33,15%
- Orange 13,45% (weitere knapp 11,6% hält Bpifrance)
- PSA 14,13%
- Renault 19,74%
- Safran 18,03%
- Thalès 26,36%

\* Stand 02. Juli 2015

Quelle: APE

Zudem sind Aktionäre, deren Stimmenanteil infolge der modifizierten Regeln die Schwelle von 30% überschritten hat, von der andernfalls bestehenden Pflicht befreit, ein öffentliches Angebot zur Übernahme der restlichen Anteile zu unterbreiten. Für die Regierung resultiert aus den modifizierten Regeln ein wesentlicher Vorteil: Ein fiskalpolitisch motivierter Abbau von Unternehmensanteilen läuft damit nicht mehr zwangsläufig industriepolitischen Interessen zuwider.

Mit den neuen Regeln im Rücken hat die jetzige Regierung die zuvor bereits vielfältigen Aktivitäten weiter gesteigert. Bei den Anteilsverkäufen sind – gemessen an den Erlösen – v.a. folgende größere, börsennotierte Unternehmen betreffende Transaktionen der vergangenen rd. zwei Jahre erwähnenswert.

- Substanzieller Abbau der Anteile an dem in der Luft- und Raumfahrt sowie in der Verteidigungs- und Sicherheitstechnik tätigen Unternehmen Safran. In drei Schritten hat der Staat im März und im November 2013 sowie im März 2015 seinen Anteil an Safran um gut 11,78%-Punkte auf 18,03% reduziert. 2013 erlöste er dabei EUR 0,45 Mrd. und EUR 0,9 Mrd.; im vergangenen März waren es Presseberichten zufolge bis zu EUR 1,2 Mrd.
- Verkauf von 3,1% des Kapitals an GDF Suez für EUR 1,5 Mrd. im Juni 2014. Der Staat hält derzeit noch 33,15% an dem Energieunternehmen.
- Verminderung des Anteils an Airbus von 12% auf knapp 11%. Diese im Januar 2014 erfolgte Transaktion erbrachte EUR 0,45 Mrd. Damit setzte die Regierung eine Vereinbarung der an Airbus beteiligten Staaten um.
- Verkauf von 1,9% des Kapitals des Telekommunikationsunternehmens Orange für EUR 584 Mio. durch Förderbank Bpifrance im Herbst 2014.
- Im März 2015 veräußerte die Bpifrance ihren Anteil von knapp 17% am Automobilzulieferer Valéo S.A. für EUR 188 Mio.
- Mitte Juni 2015 wurden Banken damit beauftragt, binnen maximal drei Monaten 0,9% des Kapitals des Energieversorgers GDF Suez zu verkaufen.

Den Anteilsverkäufen standen der Einstieg und der Ausbau des staatlichen Einflusses bei anderen Unternehmen gegenüber. Selbst international viel beachtet wurden u.a. folgende Maßnahmen:

- Erwerb eines Anteils von 14,1% an PSA Peugeot Citroen für EUR 0,8 Mrd. im April 2014. Nach eigenen Angaben unternahm die Regierung diesen Schritt, der parallel zum Einstieg eines chinesischen Unternehmens bei PSA erfolgte, um die strategischen Pläne des Automobilherstellers zu unterstützen. Kritikern zufolge ging es der Regierung indes v.a. auch darum, drohender Abwanderung von Arbeitsplätzen aus Frankreich entgegenzuwirken.
- Ausbau des Anteils an Renault von 15,01% auf 19,74% im April 2015. Um bei der Hauptversammlung am 30. April das Doppelstimmrecht bei dem Automobilhersteller und damit auch den staatlichen Einfluss zu sichern, kündigte Wirtschaftsminister Macron Anfang April an, dass der Staat für EUR 814 Mio. bis maximal EUR 1,232 Mrd. Aktien von Renault erwerben werde. Wie viel tatsächlich aufgewendet wurde und ob die zusätzlichen Anteile längerfristig gehalten werden sollen, wurde nicht offiziell bekannt gegeben.
- Im Mai 2015 hat der Staat mit demselben Motiv seine Anteile an Air France-KLM von 15,88% auf 17,58% erhöht und dafür EUR 42 Mio. aufgewendet.

Darüber hinaus erfolgten Kapitalumschichtungen zwischen staatlichen Behörden. So übernahm etwa die Beteiligungsagentur APE im September 2013 einen Anteil von 7,35% an Areva von der Behörde für Atomkraft und alternative Energien (CEA). Der Erlös von rd. EUR 0,36 Mrd. soll die Mittelausstattung der Behörde für den Rückbau von Atomanlagen verbessern.



## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

Unter dem Strich hat der Staat in jüngerer Zeit nennenswerte Erlöse erzielt. Dies ist aber wesentlich auch dem Aufschwung an den Börsen zu verdanken. Angesichts der gestiegenen Aktienkurse erscheint die Absicht der Regierung, im laufenden Jahr Privatisierungserlöse im Wert von rd. EUR 4 Mrd. zur Reduktion staatlicher Verschuldung zu verwenden, nur bedingt ambitioniert. Blickt man zudem auf den Umfang der Kontrollrechte, so dürfte der Einfluss des Staates wegen des Doppelstimmrechts und dem Einstieg bei PSA sogar gewachsen sein.

Zuletzt war der französische Staat über seine Beteiligungsagentur APE (Agence des participations de l'État) an 74 Unternehmen beteiligt (Stand August 2014). Darunter befinden sich 13 börsennotierte Unternehmen. Der (Tages-)Wert dieser 13 Beteiligungen betrug Anfang Juli 2015 EUR 77,42 Mrd. Zu den nicht an der Börse gelisteten Unternehmen gehören u.a. Flughäfen und Seehäfen, Unternehmen der Verteidigungsbranche sowie die Lotteriegesellschaft La Française des jeux, die Post (La Poste), die Eisenbahngesellschaft SNCF und die staatliche Fernsehanstalt France Télévisions. Die drei letztgenannten Unternehmen befinden sich weiterhin zu 100% in staatlicher Hand. Darüber hinaus hält der Staat weitere Beteiligungen auch an großen börsennotierten Unternehmen über die Förderbank Bpifrance – etwa an dem Telekommunikationsunternehmen Orange, an Schneider Electric SE (3,42%), an dem in der Exploration sowie im Technologie- und Projektmanagement für die Öl-, Gas- und Petrochemieindustrie tätigen Unternehmen Technip S.A. (5,2%, Mitte 2014), dem Elektronikkonzern STMicroelectronics. (Bpifrance und das CEA halten 50% der staatlichen französisch-italienischen STMicroelectronics Holding N.V., die 27,5% des Kapitals STMicroelectronics besitzt (Ende 2014) – sowie über die Förderinstitution Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) – etwa an dem Hersteller industrieller Rohrleistungssysteme Vallourec S.A. (7,47%, Ende 2014), am Automobilzulieferer Valéo S.A. (3,39%) oder dem Umweltdienstleister Veolia Environnement S.A. und gemeinsam mit diesem an dem Verkehrsdienstleister (Bus- und Bahnverkehr) Transdev.

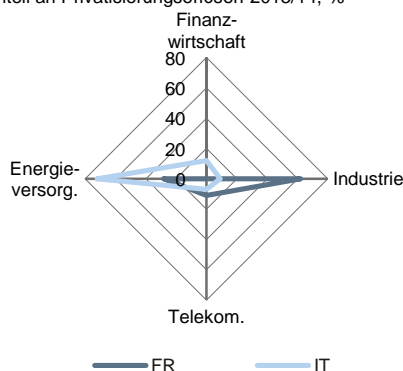
Auf regionaler und lokaler Ebene bestehen vielerorts Widerstände gegen Privatisierung. Lange nachwirkendes Aufsehen hat vor allem die 2010 erfolgte Re-kommunalisierung der Wasserversorgung in Paris erregt. Inzwischen haben weitere Städte und Kommunen ähnliche Schritte unternommen.

Auf Kritik vor Ort trafen in jüngerer Zeit auch Pläne der Regierung, Beteiligungen an Flughäfen in den Regionen abzubauen. Gleichwohl schloss die Regierung kürzlich den Verkauf von 49,9% des Kapitals der Betreiber-gesellschaft des Flughafens Toulouse-Blagnac (ATB) für EUR 308 Mio. an ein chinesisch-kanadisches Konsortium erfolgreich ab. Für die Flughäfen in Lyon und Nizza wurden erste gesetzliche Schritte hin zu einem ähnlichen Verfahren unternommen.

Struktur der Privatisierungen in FR u. IT im Vergleich

9

Anteil an Privatisierungserlösen 2013/14, %



Quelle: Deutsche Bank Research

## Italien

Privatisierungsvorhaben gehören seit längerem zu den Reformprogrammen in Italien. In den vergangenen drei Jahren haben die Regierungen unter den Ministerpräsidenten Monti (Nov. 2011-Apr. 2013), Letta (Apr. 2013-Feb. 2014) und zuletzt Renzi (seit 2014) jeweils mehr oder minder umfangreiche Privatisierungsprogramme beschlossen. So wollte die Regierung Monti durch Beteiligungsverkäufe 2013 bis 2017 Einnahmen in Höhe von mindestens 1% des BIP generieren. Indes standen u.a. schwierige Marktbedingungen und der Regierungswechsel einer konsequenten Umsetzung entgegen. Mit dem Antritt der Regierung Renzi ist neuer Schwung in die Reformanstrengungen gekommen. Das Programm der Regierung für Reformen, fiskalische Nachhaltigkeit und Wirtschaftswachstum sieht in den nächsten Jahren im Durchschnitt alljährlich Beteiligungsverkäufe im Gegenwert von 0,7% des BIP vor. Das entspricht EUR





## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

---

11 Mrd. bis EUR 12 Mrd. Dabei sollen Verkäufe v.a. auch an ausländische Investoren zeigen, dass Italien offen und attraktiv für Kapital aus dem Ausland ist.

- Das Startjahr 2014 blieb mit EUR 3,91 Mrd. allerdings noch dahinter zurück. Markanteste Transaktion in dem Jahr war die Teilprivatisierung der Holding-Gesellschaft CDP RETI. Die bis dato 100%ige Tochtergesellschaft der staatlichen Förderbank CDP SpA (Cassa Depositi e Prestiti) verwaltet die staatlichen Anteile an dem börsennotierten Elektrizitätsnetzbetreiber Terna (29,85%) und dem börsennotierten Gasversorgungs- und Gasleitungsunternehmen Snam (32,38%). Mit der Transaktion gingen 35% der Anteile an CDP RETI für EUR 2,1 Mrd. an eine europäische Tochtergesellschaft der State Grid Corporation of China Gruppe. Weitere Anteile von 2,6% an der Holding wurden an die staatliche Witwen- und Waisen-Kasse (für EUR 140 Mio.) sowie an Bankenstiftungen (3,3% für EUR 173,5 Mio.) abgegeben.
- Zudem wurden 28,5% der ebenfalls von der Förderbank CDP SpA gehaltenen Anteile an der Werft Fincantieri für EUR 350 Mio. an die Börse gebracht. Die Abgabe weiterer Anteile ist vorgesehen. (Ursprünglich sollten bereits im vergangenen Jahr bis zu 49% der Anteile abgegeben werden. Dafür fehlte aber die entsprechende Nachfrage.)
- Im Juli verringerte der zur Förderbank CDP gehörende Fondo Strategico Italiano (FSI) seinen Anteil am Versicherungsunternehmen Generali um 1,91%-Punkte auf 2,6% und erlöste dadurch EUR 467,5 Mio. Die Anteile an dem Versicherungsunternehmen übernahm der Fonds 2012 im Zuge des Einstiegs (20% des Kapitals) der italienischen Notenbank beim IFS.
- Des Weiteren wurden 30,5% des Kapitals an der Gesellschaft Rai Way, die v.a. Sendeanlagen der staatlichen Rundfunk- und Fernsehanstalt Rai betreibt, für EUR 280 Mio. an die Börse gebracht. Presseberichten zufolge haben internationale Wettbewerber Interesse an einer Übernahme von Rai Way. Die Regierung will aber zumindest eine Mehrheit von über 50% behalten.
- Im Dezember verkaufte der mehrheitlich vom FSI gehaltene (77,1% der Anteile) Fonds FSI Investimenti 40% der Anteile an dem Dampfturbinenhersteller Ansaldo Energia für EUR 400 Mio. an die Shanghai Electric Group. Im Portfolio von FSI Investimenti verbleiben damit noch 44,5% an Ansaldo Energia.
- 2015 begann mit einem Verkauf von gut 5,7% der Anteile am Energieversorger Enel. Dabei konnte die Regierung im Februar EUR 2,2 Mrd. Erlösen. Im Zuge der Operation sank die staatliche Beteiligung an Enel auf 25,5%.
- Eine ursprünglich mehr oder minder zeitgleich geplante Reduzierung des Staatsanteils am Öl- und Gasunternehmen Eni um 5% des Kapitals hat die Regierung wegen des niedrigen Ölpreises und entsprechend ungünstiger Marktbedingungen vorerst verschoben.

Neben den genannten, bereits umgesetzten bzw. anstehenden Vorhaben stehen weitere Privatisierungen auf der Reformliste der Regierung. Hervorzuheben sind:

- Teilprivatisierung der Post. Noch 2015 soll ein Anteil von bis zu 40% des bisher rein staatlichen Unternehmens primär über einen Börsengang in private Hände gegeben werden. Die Regierung erhofft sich davon Erlöse von mehr als EUR 4 Mrd. Dieser Schritt sollte ursprünglich bereits 2014 erfolgen, wurde damals aber wegen des schwierigen Marktumfeldes ausgesetzt.
- Teilprivatisierung der Flugsicherung Enav. Ebenfalls bereits 2014 von der Regierung genehmigt, jedoch noch nicht umgesetzt, ist der Verkauf von bis zu 49% der Anteile an der Flugsicherungsgesellschaft Enav. Dies soll ebenfalls in diesem Jahr nachgeholt werden. Der Verkauf könnte Presseberichten zufolge bis zu EUR 1 Mrd. erbringen.



## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

Staatsbeteiligung an börsennotierten Unternehmen in Italien

10

- Enel 25,5% (Wirtschafts- u. Finanzministerium)
- Eni 30,1% (CDP 25,76%, Wirtschafts- u. Finanzministerium 4,34%)
- Fincantieri 72,5% (CDP)
- Finmeccanica 30,2% (Wirtschafts- u. Finanzministerium)
- Generali 2,6% (über 80%-igen CDP-Anteil an Fondo Strategico Italiano)
- STMicroelectronics 13,75% (über 50% Anteil der staatlichen französisch-italienischen STMicroelectronics Holding N.V.)
- Terna 29,85% (über 59,1%-igen CDP-Anteil an CDP RETI)
- Snam 32,38% (über 59,1%-igen CDP-Anteil an CDP RETI).

— Teilprivatisierung der Staatsbahn Ferrovie dello Stato (FS). In der Debatte ist ebenfalls der Verkauf von bis zu 40% der staatlichen Eisenbahngesellschaft. Die FS Gruppe verwaltet das Schienennetz, leistet Güter- und Personenverkehrsdienste und bietet dafür notwendige Serviceleistungen (Instandhaltung) an. Bis zur Umsetzung des Vorhabens könnte es allerdings noch geraume Zeit dauern. Nach Ansicht von Regierungs- und von Bahnvertretern ist für einen solchen Schritt ein stabiles regulatorisches Umfeld für private Beteiligung im Bahnverkehr wichtig.

Auf regionaler und lokaler Ebene soll die noch weithin unter staatlicher Regie erfolgende Bereitstellung von Diensten der Daseinsvorsorge effizienter gestaltet werden. Dafür will die Regierung zum einen Zusammenschlüsse kommunaler Versorgungsunternehmen fördern, um deren Zahl zu reduzieren und Größenvorteile zu schaffen. Zudem plädiert die Regierung für vermehrten Einstieg privater Betreiber. Privatisierungen der Wasserversorgung wurden indes schon vor einigen Jahren nach einem entsprechenden Volksentscheid gestoppt. Das Autobahnnetz wird hingegen schon seit langem über weite Strecken von privaten Gesellschaften betrieben.

Durch Privatisierung und effizienteres Management von Immobilien sollen auf allen staatlichen Ebenen Erlöse generiert und Kosten reduziert werden.

Wie die Ausführungen sowie die Übersicht am Rand zeigen, verfügt der italienische Staat ungeachtet weitgehender Privatisierungen, v.a. in den vergangenen Jahrzehnten, noch über einigen Staatsbesitz. Dem stehen indes enorm hohe Staatsschulden von 132% des BIP gegenüber. Gleichwohl geht es bei den Privatisierungsvorhaben der Regierung nicht nur um unmittelbare fiskalische Effekte. Vielmehr könnte die Regierung mit einer konsequenten Umsetzung des Programms in einem wichtigen, weithin beachteten Bereich nachhaltige Reformbereitschaft signalisieren.

## Spanien

In Spanien war das Geschehen rund um das Thema Staatsbeteiligungen und Privatisierung in den letzten Jahren vor allem durch notwendige staatliche Interventionen zur Stabilisierung des spanischen Bankensystems geprägt.

In Folge der internationalen Wirtschafts- und Finanzmarktkrise und des Platzens der Blase am spanischen Immobilienmarkt gerieten ab 2009 vor allem die früheren Sparkassen (Cajas de ahorros) in Schwierigkeiten. In einem mehrstufigen Prozess mussten viele Institute restrukturiert und rekapitalisiert werden. Durch die Stützungsmaßnahmen gelangte der Staat über den spanischen Bankenrettungsfonds (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, FROB) zum einen in den Besitz umfangreicher Beteiligungen im Bankenbereich. Zum anderen wurde er über den FROB Miteigentümer an der Auffang-Gesellschaft für notleidende Engagements im Immobiliensektor Sareb, deren Eigenkapital zu 45% vom Banken-Rettungsfonds und zu 55% von privaten Akteuren stammt. Sareb übernahm von den vom Staat gestützten Sparkassen insgesamt 200.000 Vermögenswerte aus dem Immobilienbereich.

### Staat wieder auf dem Rückzug aus dem Sparkassensektor

Freilich handelt es sich dabei um temporäre Beteiligungen. So war die Gründung der Sareb mit der Verpflichtung verknüpft, dass die Auffang-Gesellschaft ihr Vermögen innerhalb von 15 Jahren veräußert und ihre Geschäftstätigkeit einstellt. Bis Ende 2014 hat die Gesellschaft 24.000 Immobilien verkauft, 15.000 davon im vergangenen Jahr. Für 2015 strebt Sareb Immobilienverkäufe in etwa gleicher Zahl an. Zudem wurden bis Ende 2014 6% der finanziellen Vermö-



## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

genswerte, wie Darlehen, abgegeben und der Wert dieser Vermögenswerte um knapp EUR 6,3 Mrd. auf knapp EUR 33,2 Mrd. reduziert.

Im Sparkassensektor wurde – wie mit der EU vereinbart – ein Restrukturierungsprogramm aufgelegt. Dieses zielte darauf, den Bankensektor zu stabilisieren und die staatlichen Beteiligungen zu vermindern. So wurden von den Sparkassen Geschäftsbanken mit der Kompetenz, eigenständig Eigenkapital aufzunehmen, abgespaltet. Die betreffenden Kassen fungierten damit nur noch als Holding-Gesellschaften. In einem weiteren Schritt wurden die Kassen in Stiftungen umgewandelt. Zudem setzten Regulierungen Anreize für die Kassen bzw. Stiftungen, ihre Beteiligungen an den neu entstandenen Banken zu reduzieren.

Mehrere der abgespaltenen Banken wurden inzwischen von börsennotierten spanischen Banken übernommen. Nennenswerte Beteiligungen hält der Staat bzw. der FROB u.a. noch an der aus sieben ehemaligen Sparkassen hervorgegangenen börsennotierten Bankia (62,8% Ende 2014, über die 100%-ige Beteiligung an der Banco Financiero y de Ahorros, BFA) sowie an der Gruppe Banco Mare Nostrum (BMN, 65%). Sowohl die verbliebenen Anteile an Bankia als auch an BMN sollen bis Ende 2017 bzw. Februar 2018 veräußert werden. Hinzu kommt ein kleinerer Anteil an der Bank NCG, nach dem im vergangenen Jahr das Gros des Kapitals an die venezolanische Banesco Gruppe verkauft wurde. So hat unlängst die EZB betont, dass die Restrukturierung der vom Staat unterstützten Banken sowie die Veräußerung der staatlichen Anteile an private Investoren gute Fortschritte gemacht haben.<sup>7</sup>

Manche der früheren Sparkassen verfügten auch über nennenswerte Beteiligungen an Unternehmen der Realwirtschaft. So hielt etwa die Bankia 12,1% an der Fluggesellschaft International Airlines Group (IAG), die 2011 aus dem Zusammenschluss von British Airways Plc und IBERIA entstand. Bankia verkaufte diesen Anteil jedoch im Sommer 2013 an internationale Investoren, um Kredite der europäischen Rettungsschirme tilgen zu können.

Von den ehemaligen Kassen verfügt nur noch die „La Caixa“-Stiftung über ihre Investmentholding Criteria über größere Beteiligungen in der Realwirtschaft. Criteria hält auch die Mehrheit an der börsennotierten Caixa-Bank, die ohne staatliche Kapitalhilfe durch die Krise gekommen ist. Die Bank hat, wie andere spanische Großbanken, im Zuge der Krise mehrere Sparkassen übernommen. Angesichts ihres privatrechtlichen Status kann die „La Caixa“-Stiftung aber kaum zum öffentlichen Sektor gerechnet werden.

### Neuer Anlauf im realwirtschaftlichen Bereich

Privatisierungen im realwirtschaftlichen Bereich spielten für die Wirtschaftspolitik in den letzten 30 Jahren meist eine nennenswerte Rolle, und zwar sowohl für die Politik konservativer als auch sozialistischer Regierungen. Eine Ausnahme bildeten die Krisenjahre von 2008 bis 2013, in denen keine entsprechenden Aktivitäten stattfanden. Mit der wirtschaftlichen Erholung in Spanien ist das Interesse an diesem Instrument aber wieder gewachsen. Angesichts des Engagements in den vergangenen Dekaden ist das Privatisierungspotential inzwischen aber auf den Transport und Logistikbereich und Bereiche der Infrastruktur konzentriert.

Den neuen Anlauf versuchte die damalige sozialistische Regierung bereits 2011. Sie wollte u.a. Anteile von 30% der staatlichen Nationallotterie sowie von 49% der Gesellschaft AENA Aeropuertos veräußern. Zudem wurde AENA mit dem Verkauf ihrer Lizenzen an den beiden Flughäfen in Madrid und Barcelona beauftragt. Angesichts der anhaltend schwierigen Wirtschaftslage und des Ab-

#### Zwei Privatisierungswellen in Spanien

11

Die bisherigen Privatisierungen fanden im Wesentlichen in zwei Wellen statt. Die erste begann 1985 im Vorfeld des spanischen EU-Beitritts 1986 und dauerte bis Mitte der 1990er Jahre. Damals ging es der Politik vor allem darum, den staatlichen Beteiligungsbesitz neu zu strukturieren und die Wettbewerbsfähigkeit staatlicher Unternehmen zu verbessern. So wurden zum einen kleinere und mittelgroße Unternehmen, darunter auch mehrere Spin-offs größerer Betriebe, veräußert. Zum anderen begann der Staat damit, Anteile an großen, auch börsennotierten Unternehmen zu verkaufen, ohne die Mehrheit und damit die Kontrolle abzugeben.

Bei der zweiten Welle von 1996 bis 2007 spielten zunächst fiskalische Erwägungen mit Blick auf die Einführung des Euro eine wichtige Rolle. Die Erlöse während dieser Phase beliefen sich auf insgesamt rd. EUR 30 Mrd. Zudem wollte die Politik angesichts der verstärkten Globalisierung die privatwirtschaftliche Betätigung fördern und zur Modernisierung der spanischen Wirtschaft beitragen. Insgesamt übertrug der Staat bis Mitte des vergangenen Jahrzehnts rd. 120 Unternehmen von staatliche in private Hände. Er trennte sich außerdem vom Gros seiner Industriebetriebe auch von Telekommunikationsunternehmen und von großen Energieversorgern.

<sup>7</sup> European Central Bank (Hrsg.) (2015). Statement following the third post-programme surveillance visit. Press Release 23 March.

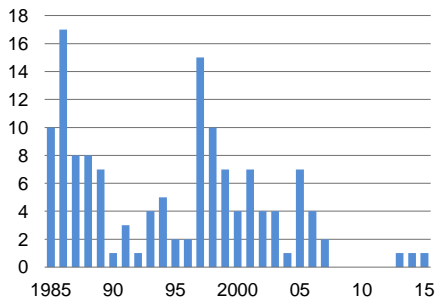


## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

Privatisierungen in nicht finanziellen Sektoren in Spanien

12

Anzahl\*, absolut



\* Schrittweise Privatisierungen großer Unternehmen über mehrere Jahre jeweils separat erfasst, 2015 Jan.-Juni

Quelle: SEPI

sturzes der Kurse an der Madrider Börse setzte die im November 2011 gewählte konservative Regierung die Pläne aber Anfang 2012 aus. Mit der allmählichen Erholung der Wirtschaft, die sich 2013 nach und nach abzeichnete, kam das Thema Privatisierung ebenfalls wieder auf die Agenda.

Im Mittelpunkt stand dabei der Flughafenbetreiber AENA. Anders als beim ersten Versuch sollten aber keine separaten Lizenzverkäufe erfolgen, sondern die Geschäftsstruktur des Unternehmens, das v.a. in Spanien und in Südamerika zahlreiche Flughäfen betreibt, erhalten bleiben. Zudem wollte die Regierung den 49%-Anteil in zwei Tranchen veräußern. 28% sollten breiter gestreut und 21% an einen kleinen Kreis von Kerninvestoren abgegeben werden. Gerade die Verhandlungen mit potenziellen Kerninvestoren erwiesen sich dann als komplexer und langwieriger als zunächst von der Regierung geplant. So musste der für November 2014 geplante Börsengang verschoben werden. Gleichwohl konnte das Projekt im Februar 2015 erfolgreich abgeschlossen werden.

Die erfolgreiche Platzierung der beiden Minderheitsanteile an AENA ist die größte Privatisierung in Spanien seit vielen Jahren. Sie erbrachte einen Erlös von fast EUR 4,3 Mrd. Die Regierung profitierte dabei von den mit der allgemeinen Konjunkturerholung verbesserten Geschäftsdaten des Unternehmens.

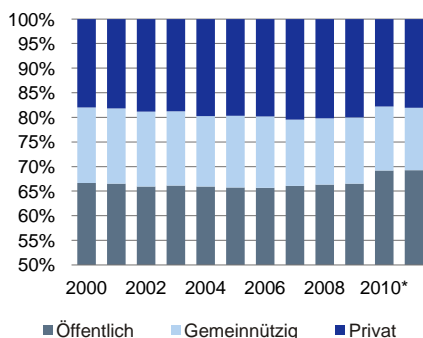
Weitere Bewegung ist auch in die Privatisierung und Liberalisierung des Bahnverkehrs gekommen. Dabei verschoben sich die Schwerpunkte aber mehr in Richtung Marktöffnung. So gliederte das zuständige Verkehrsministerium zum 1. Januar 2014 die staatliche Eisenbahngesellschaft Renfe in vier Tochtergesellschaften mit den Geschäftsbereichen Frachttransporte, Personenverkehr, Instandhaltung und Leasing auf. Die Leasing-Gesellschaft hat den Auftrag, Waggons, Lokomotiven oder auch Hochgeschwindigkeitszüge an interessierte private Betreiber zu vermieten. Bei der Frachtverkehrsgesellschaft ist der Einstieg eines ausländischen Partners vorgesehen, der 50% der Anteile an der Gesellschaft übernehmen soll. Teile des Instandhaltungsbereiches wurden von privaten Unternehmen übernommen. Die früher geplante weiter gehende Privatisierung der Renfe liegt derzeit aber auf Eis. Nicht zu Renfe gehört der Schienennetzbetrieb, der 2005 in eine eigenständige staatliche Gesellschaft ausgelagert wurde. Das Netz ist für den Wettbewerb geöffnet. Seit Kurzem gilt das auch für einzelne Schnellverkehrsstrecken.

Die Marktöffnung für private Anbieter stand in den letzten Jahren auch im Bereich der Postdienste im Vordergrund. Eine Privatisierung der noch staatlichen Post (Sociedad Estatal Correos y Telégrafos) ist hingegen kein Thema. Das gilt grundsätzlich auch für die anderen noch in Händen der staatlichen Beteiligungsholding SEPI liegenden Unternehmen. Die Holding hält neben der Post Mehrheitsbeteiligungen an 16 weiteren Unternehmen. Diese Unternehmen, u.a. Entwicklungsgesellschaften, Firmen des Nuklearbereichs und Marinewerften, dienen i.d.R. strategischen Zwecken des Staates. Zudem besitzt und verwaltet SEPI staatliche Minderheitsbeteiligungen an großen, bereits früher weitgehend privatisierten Unternehmen in den Bereichen Energie, Industrie, Handel, Telekommunikation. Zuletzt hat SEPI 2014 einen 51%-igen Anteil an einem Hersteller nuklearpharmazeutischer Produkte an ein größeres US-Unternehmen der Branche verkauft.

Krankenhausbetten nach Trägern in ES

13

Anteile, %



\* 2010 Bruch der Reihe

Quelle: Eurostat

### Erhebliche Widerstände auf lokaler und regionaler Ebene

Auf lokaler und regionaler Ebene prägen Debatten über die Privatisierung von Diensten der Daseinsvorsorge die Lage. Dabei befinden sich viele Regionalverwaltungen und Kommunen in einem Dilemma: Einerseits stehen sie unter erheblichem finanziellem Druck; andererseits haben vielerorts die Widerstände gegen Privatisierungsvorhaben zugenommen. Vor allem in politisch besonders sensiblen Bereichen wie dem Gesundheitswesen (Krankenhäuser) und bei der



## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

Wasserversorgung ist der Trend, private Akteure etwa über ÖPPs einzubeziehen, abgebrochen. Indes wird landesweit bereits etwa die Hälfte der Wasserversorgung von privatwirtschaftlichen Unternehmen betrieben. Kritiker monieren u.a., dass die Beteiligung privater Akteure in diesen Bereichen in vielen Fällen nicht zu der erhofften Effizienzsteigerung geführt habe. Einer jüngeren Studie zufolge resultieren die beklagten Defizite jedoch wesentlich auch aus Schwachstellen bei der Vergabe von Betreiberlizenzen und ungünstigen Rahmenbedingungen, etwa fehlenden Standards für öffentliche Ausschreibungen, mangelndem Wettbewerb, unzureichender kommunaler Kooperationsbereitschaft – trotz der schwierigen Lage vieler kleinerer Gemeinden, denen es an Ressourcen für Investitionen sowie auch die Governance von ÖPPs mangelt – sowie der oft unzureichenden Einbindung der Öffentlichkeit.<sup>8</sup> Statt nun einseitig auf Rekommunalisierung zu setzen, wäre es aus Sicht der Autoren überlegenswert, die erwähnten Defizite zu beseitigen.

### Portugal

#### Wesentliche Privatisierungen in Portugal 14

2013

- ANA, Aeroportos de Portugal (Flughafenbetreiber) zu 100% für EUR 3,08 Mrd. einschließl. Übernahme Verschuldung von EUR 753 Mio.
- CTT, Correios de Portugal (Post), 63,64% des gesamten (bzw. 70% des freien) Kapitals für EUR 566 Mio.
- Fidelidade (Versicherungsgeschäft von CGD) von Juni 2013 bis Mai 2014 für insgesamt EUR 1,632 Mrd., davon 2013 EUR 1,25 Mrd.
- HPP (CGD-Anteile an dem Krankenhausbetreiber) für EUR 86 Mio.
- GALP (Energieunternehmen (Öl u. Gas)) 1% des Kapitals für EUR 95 Mio.

2014

- REN (Betreibergesellschaft für Strom- und Gasnetze) 11% für EUR 592 Mio.
- CTT, Correios de Portugal (Post), restliche Anteile für EUR 343 Mio.
- EGF (Entsorgungsgesellschaft) 100% für EUR 150 Mio.

2015

- TAP (Fluggesellschaft) 100% für EUR 350 Mio.

Quellen: Ministério das Finanças, Presseberichte

In Portugal stehen Privatisierungen relativ hoch auf der politischen Agenda. Die derzeitige, seit rd. vier Jahren amtierende konservative portugiesische Regierung sieht in ihrem Privatisierungsprogramm sogar das Flaggschiff ihrer Strukturreformen.<sup>9</sup> Der portugiesischen Regierung geht es dabei aber nicht allein darum, höhere Staatseinnahmen zu generieren. Wesentlich ist auch ein weiterer Aspekt. Verschiedene staatliche Unternehmen Portugals sind durch die Krise der vergangenen Jahre in wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten. Subventionen für diese Unternehmen belasten jedoch die öffentlichen Kassen und sind zudem EU-rechtlich grundsätzlich nur bedingt möglich. Die Übergabe der Unternehmen in private Hände kann aus diesem Dilemma führen. Dabei baut die Regierung auch auf Investoren bzw. Kapital aus dem Ausland. Der Einstieg privater Investoren kann nach Ansicht der Regierung die Finanzierung der Unternehmen nachhaltig erleichtern. Zu den fiskalpolitischen Zielen treten wirtschaftspolitische hinzu. So zielt das Privatisierungsprogramm auch darauf, durch weniger Staat Märkte offener und die Wirtschaft insgesamt flexibler zu machen.

Dementsprechend hat Portugal sein relativ ambitioniertes Programm auch in den letzten Jahren fortgesetzt. Die 2011 mit den Brüsseler Institutionen vereinbarten Anpassungsmaßnahmen sahen ursprünglich vor, dass Portugal staatliche Beteiligungen im Wert von EUR 5 Mrd. veräußert. Tatsächlich konnte das Land in den rd. drei Jahren bis zum Ende des Hilfsprogramms im Mai 2014 aber EUR 8,9 Mrd. erzielen. Seither hat die Regierung ihren Kurs gehalten. So kamen bis Mitte Juni 2015 weitere Erlöse von EUR 843 Mio. hinzu. Die Privatisierungserlöse der vergangenen vier Jahr summieren sich damit auf immerhin gut 5,6% des BIP (2014).

Größte Transaktion der letzten zwei Jahre war die Abspaltung und Privatisierung der Versicherungszweige des staatlichen Allfinanz-Konzerns Caixa Seguros CDG. Der im Mai 2014 abgeschlossene Verkauf von 80% der Anteile an den Versicherungsunternehmen Fidelidade, Multicare und Cares an eine chinesische Unternehmensgruppe erbrachte EUR 1,63 Mrd. Im Herbst 2013 verkaufte CGD bereits seine Anteile an dem Krankenhausbetreiber HPP (Hospitais Privados de Portugal) für EUR 86 Mio. an ein privates brasilianisches Unternehmen. Die Verkäufe waren Teil der Maßnahmen zur Restrukturierung und Rekapitalisierung der durch die Finanzkrise angeschlagenen CGD-Gruppe.

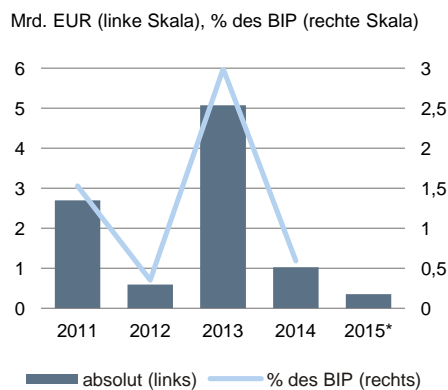
<sup>8</sup> Gomez; Francisco Gonzalez et al. (2014). Beyond the public-private controversy in urban water management. *Utilities Policy* 31 (2014), p. 1 to 9.

<sup>9</sup> Portugiesisches Finanzministerium (Hrsg.) (2015). Privatization programme has been a flagship in the structural reform agenda.



## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

Privatisierungserlöse in Portugal 15



\* Jan - Jun

Quellen: Eurostat, Ministério das Finanças PT, Deutsche Bank Research

Ebenfalls bemerkenswerte Erlöse von insgesamt gut EUR 0,9 Mrd. erbrachte die Trennung von der Post (Correios de Portugal, CTT). Die zuvor staatliche Post wurde in zwei Schritten privatisiert. Im ersten Schritt im Dezember 2013 brachte die Regierung 14% des Kapitals an die Börse und veräußerte 49,64% an institutionelle Investoren für zusammen EUR 566 Mio. Im zweiten Schritt erfolgte dann die vollständige Trennung, indem weitere 31,5% für rd. EUR 343 Mio. an institutionelle Investoren gegeben wurden. (Die übrigen Anteile hielt die CTT selbst).

Freilich erfolgen auch in Portugal Privatisierungsvorhaben nicht immer nach Plan. Dafür steht etwa die kürzlich abgeschlossene Teil-Privatisierung der Fluggesellschaft TAP, Transportes Aereos Portugueses, SGPS. TAP sollte bereits 2012 privatisiert werden. Der Versuch scheiterte jedoch angesichts der damals schwierigen wirtschaftlichen Lage und wohl auch an unzureichend empfundener finanzieller Zusagen der Bieter. Das jüngste Verfahren war von Streiks der Mitarbeiter und öffentlichen Protesten begleitet. Zudem ordnete ein Gericht noch Anfang Juni dessen Aussetzung an. Die Regierung lehnte dies jedoch mit dem Hinweis ab, dass es notwendig wäre, das öffentliche Interesse mit dem Verkauf zu sichern. So veräußerte die Regierung Mitte Juni 61% der Fluggesellschaft für EUR 350 Mio. an eine Gruppe in- und ausländischer Investoren.

Verschiedene Anläufe unternahm die Regierung auch zum Verkauf der Eisenbahn-Frachtgesellschaft CP Carga und des Eisenbahn-Instandhaltungsunternehmens EMEF. Ende März hat das Kabinett nun beschlossen CP Carga an einen oder mehrere strategische Investoren zu verkaufen. Dabei sollen die Mitarbeiter des Unternehmens ebenfalls Anteile erwerben können, und zwar insgesamt bis zu 5%. EMEF soll nach einem ähnlichen Modell privatisiert werden. Die Regierung beabsichtigt die Verfahren noch vor der Parlamentswahl Ende September abschließen zu können. Ebenfalls noch in diesem Jahr soll auch das Bus- und Transportunternehmen Carrisur privatisiert werden. Zudem sollen Lizenzen für Teile des öffentlichen Nahverkehrs in Lissabon neu vergeben werden. Pläne zur Privatisierung der Eisenbahn-Personenverkehrsgesellschaft CP sind hingegen nicht bekannt.

Nicht auf dem Privatisierungsplan steht die in weiten Teilen des Landes tätige Wasserversorgungsgesellschaft ADP, Águas de Portugal. Im September 2014 war die Müllentsorgungs- bzw. Recyclinggesellschaft EGF, ein Tochterunternehmen von ADP, für rd. EUR 150 Mio. veräußert worden.

Wegen der relativ umfangreichen Privatisierungen ist das Portefeuille der staatlichen Beteiligungsgesellschaft Participações Públicas (SGPS) S.A. inzwischen relativ klein geworden. Neben der ADP und den vorerst noch verbliebenen Anteilen an TAP befinden sich darin nur noch sieben Unternehmen, darunter die Automobilrennstrecke Estoril, Immobilienentwicklungsgesellschaften sowie eine Münzprägestalt und Spezialdruckerei.

## Griechenland

In Griechenland sollen Privatisierungen eine wesentliche Rolle bei der Wiederherstellung von Vertrauen in den Staat und die Schuldenfähigkeit des Landes spielen. Das zeigt der formal hohe Stellenwert dieses Instruments als eines der Kernelemente des Abkommens, das die Staats- und Regierungschefs der Gläubigerländer der Eurogruppe und die griechische Regierung bei ihrem Gipfel am 12./13. Juli 2015 getroffen haben. Das Abkommen verpflichtet Griechenland u.a. dazu, ein maßgeblich erweitertes Privatisierungsprogramm zu erarbeiten und entschlossen (mit verbesserter „Governance“) umzusetzen. Zu diesem Zweck sollen werthaltige Vermögensgegenstände des Staates an einen unabhängigen Fonds transferiert werden. Der Fonds soll das Vermögen durch Privatisierung



## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

tisierungen monetarisieren oder auf andere Weise dafür sorgen, dass es Erträge generiert. Angestrebt werden Erlöse von insgesamt EUR 50 Mrd. während der Laufzeit der über den Europäischen Rettungsschirm ESM in Aussicht gestellten Kredite. Ein Fahrplan für den Arbeitsbeginn des Fonds und für in den kommenden Jahren jeweils angestrebte Erlöse wurde aber bislang (noch) nicht erstellt. EUR 25 Mrd. der Erlöse sollen für die Rückzahlung der vom ESM zu leistenden Rekapitalisierung griechischer Banken und EUR 12,5 Mrd. für die Tilgung (anderer) staatlicher Schulden verwendet werden. Mit den restlichen EUR 12,5 Mrd. kann der griechische Staat Investitionen finanzieren.

Das neue Abkommen erinnert an frühere Vereinbarungen Griechenlands mit den Brüsseler Institutionen. Bereits 2011 hatte die damalige griechische Regierung in einem mit den drei Institutionen vereinbarten Reformprogramm bis Ende 2015 Privatisierungserlöse von ebenfalls insgesamt EUR 50 Mrd. angekündigt. Freilich kontrastierte das ehrgeizige Ziel von Beginn an mit den schwierigen wirtschaftlichen, rechtlichen und verwaltungstechnischen Rahmenbedingungen in Griechenland. Nicht zuletzt gab es in Politik und Öffentlichkeit erhebliche Widerstände gegen das Programm. All diese Hürden bestehen aber mehr oder minder auch heute noch.

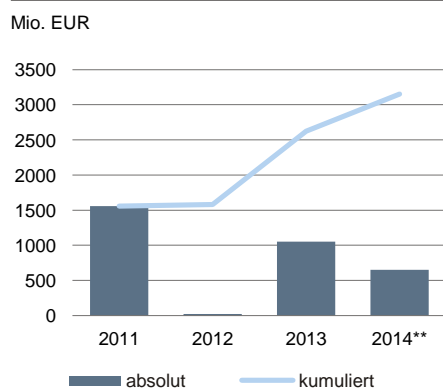
Zur effizienten und unabhängigen Durchführung des Programms wurde 2011 – auch auf Empfehlung der Brüsseler Institutionen – der Privatisierungsfonds HRADF (Hellenic Republic Asset Development Fund) gegründet. Derzeit ist unklar, ob dieser bereits bestehende Fonds die im jetzigen Abkommen niedergelegten Aufgaben übernehmen kann. Das Abkommen fordert, dass ein Treuhandfonds in Griechenland errichtet und von griechischen Behörden unter Aufsicht der relevanten europäischen Institutionen verwaltet werden soll. Um transparente Verfahren und eine angemessene Preisbildung bei den Verkäufen zu ermöglichen, soll der gesetzliche Rahmen für die Fondstätigkeit in Übereinstimmung mit den Institutionen und unter Berücksichtigung von „best international practices“ sowie entsprechender OECD-Standards geschaffen werden.

Die rechtliche Struktur und Aufgabenstellung des bestehenden HRADF stehen diesen Anforderungen in verschiedenen Punkten nicht entgegen. So ist der Fonds eine Institution des Privatrechts und nicht des öffentlichen Rechts. Zum Leitungsgremium des Fonds gehören neben fünf (auf nationaler Ebene) von der Hauptversammlung gewählten Vorständen je ein Beobachter der Eurogruppe und der Europäischen Kommission, die an Vorstandssitzungen teilnehmen können, aber nicht stimmberechtigt sind. Auch sollen auf den Fonds sukzessive alle zur Veräußerung, zur Entwicklung oder zur Liquidation vorgesehenen staatlichen Vermögenswerte übertragen werden. Trotz dieser Regeln und entgegen der ursprünglichen Intention war der Fonds in den vergangenen Jahren nicht frei von politischer Einflussnahme. So hat die damals neu gewählte Regierung unter dem linken Ministerpräsidenten Tsipras Ende Januar diesen Jahres nicht nur alle zu diesem Zeitpunkt anstehenden wesentlichen Privatisierungsvorhaben auf Eis gelegt. Sie hat auch den Vorstand des Fonds entlassen.

Freilich war die griechische Privatisierungspolitik schon zuvor keine Erfolgsgeschichte. Das Gros der einst erhofften Erlöse sollte aus dem Verkauf von Immobilien kommen. Allerdings war es für die Agentur oft schwierig, hinreichende Kenntnisse über den Zustand und folglich den Wert von Immobilien zu sammeln. Auch herrscht wegen des fehlenden Katasterwesens in vielen Fällen bis heute Unsicherheit über Eigentumsrechte. In den ersten Jahren lasteten zudem die schwere Rezession in Griechenland und hohe Unsicherheit über den Ausgang der Staatsschuldenkrise dort auf den Privatisierungsbemühungen. Beides stand einem gesteigerten Interesse von Investoren gerade auch aus dem Ausland entgegen. Freilich sahen die damaligen Regierungspläne auch wesentliche langfristig angelegte Projekte im Bereich der Infrastruktur vor, wie die Privatisierung von Flughäfen, Seehäfen und Versorgungsunternehmen. Solche Vorhaben

Privatisierungserlöse in GR\*

16



\* ohne Flächenentwicklung \*\* geschätzt

Quellen: HRADF, Deutsche Bank Research



## Privatisierung in der Eurozone: Günstige Bedingungen nutzen

Abschreckende Erfahrungen der Treuhandanstalt in Deutschland?

17

Gerade in Deutschland halten Kritiker die Vorgabe an Griechenland, Staatsbesitz zu privatisieren, für verfehlt. Manche verweisen dabei auf vermeintlich durchweg negative Erfahrungen der deutschen Treuhandanstalt bei der Privatisierung der Staatsbetriebe der ehemaligen DDR in den 1990er Jahren. Richtig ist, dass die Treuhandanstalt ihre Arbeit nicht mit einem pekuniären Gewinn abschließen konnte, sondern am Ende ein Verlust in dreistelliger Milliardenhöhe auftrat. Die ursprüngliche Erwartung positiver Erträge basierte u.a. jedoch auf einer völligen Fehleinschätzung der Leistungsfähigkeit der staatlichen Betriebe der DDR. Die dort vorhandenen Produktionskapazitäten erwiesen sich aber rasch als nicht wettbewerbsfähig. Auch mangelte es nach dem Wegbrechen der traditionellen Absatzmärkte in Mittelosteuropa an nachhaltiger Nachfrage. Zudem minderte die rasche Annäherung der Löhne an das westdeutsche Niveau die Attraktivität Ostdeutschlands für Investitionen. Schließlich musste die Treuhandanstalt die hohen Altschulden der Betriebe übernehmen und enorme Kosten für die Beseitigung ökologischer Altlasten und die Sanierung von Unternehmen schultern. Gleichwohl konnte die Treuhandanstalt u.a. die großen staatlichen Konglomerate in 14.000 kleinere Unternehmen zerlegen und diese anschließend privatisieren.

Die Aufgabe, die sich in Griechenland stellt, ist damit in qualitativer und v.a. in quantitativer Hinsicht nur sehr bedingt vergleichbar. Dort geht es nicht darum, eine gesamte Wirtschaft neu zu ordnen und zu modernisieren. Vielmehr bietet die Privatisierung u.a. die Chance, für das Land wichtige Infrastruktureinrichtungen wie Häfen und Flughäfen, deren grundlegende Probleme weniger in mangelnder Nachfrage, sondern in fehlender Effizienz liegen, Zugang zu frischem Know-how und zu Kapital zu eröffnen. Auch besteht bei wichtigen anstehenden Privatisierungsvorhaben die Perspektive auf nennenswerte Erlöse.

sollten vom kürzerfristigen Wirtschaftsgeschehen weniger betroffen sein. Gleichwohl wurden wesentliche Projekte ausgesetzt oder verschoben.

So verlief die Privatisierung insgesamt nur sehr schleppend und erbrachte nur einen Bruchteil der ursprünglich angekündigten EUR 50 Mrd. Dem jüngsten im Dezember 2014 veröffentlichten Bericht des HRADF zufolge belief sich das Volumen der bis dahin angeschobenen Transaktionen auf insgesamt EUR 7,7 Mrd. Freilich flossen davon nur EUR 3,1 Mrd. dem Staat bis dato tatsächlich auch zu. (Etwa die Hälfte davon entfiel allein auf 2011, dem ersten Jahr.) Dies resultiert zu einem Teil daraus, dass Projekte wie Konzessionsvergaben mehrjährige Zahlungsströme verursachen und für andere Projekte Zahlungen in Raten vereinbart wurden. Vor allem aber hängen wesentliche Projekte noch mehr oder minder in der Schwebe. So ist etwa der Verkauf des Geländes des ehemaligen Athener Flughafens Hellinikon für EUR 920 Mrd. an eine griechisch-chinesische Investorengruppe noch durch Einsprüche blockiert, wobei Ende 2014 mit der Zustimmung des Rechnungshofes eine der Hürden gefallen ist. Ein Fragezeichen steht v.a. auch noch hinter dem im vergangenen Jahr schon weit vorgebrachten Projekt der Privatisierung des Betriebs von 14 Regionalflughäfen. Hier sollte die deutsche Fraport AG zusammen mit einem griechischen Partner die Betreiberkonzessionen für insgesamt rd. EUR 1,2 Mrd. übernehmen.

Neben den schwebenden Verfahren weist der Bericht des Fonds HRADF 15 weitere anstehende Privatisierungsprojekte aus. Eines der bedeutendsten ist dabei der Verkauf eines Anteils von 67% an der Betreibergesellschaft PPA S.A. des Hafens von Piräus, dem größten Hafenkomplex des Landes. Die vormalige Regierung erhoffte sich davon Erlöse von rd. EUR 500 Mio. sowie umfangreiche Investitionen in die Infrastruktur des Hafens. Auch die Hafengesellschaft THPA S.A. von Thessaloniki soll demnach zu 67% privatisiert werden. Auf der Liste stehen zudem kleinere See- bzw. Yachthäfen, große Gebäudekomplexe, wie Immobilien und Einrichtungen der Anlagen der olympischen Spiele 2004, sowie die Personen- und Frachtverkehrsgesellschaft Trainose der staatlichen Eisenbahn und die Instandhaltungsbetriebe derselben.

Nachdem die Regierung Tsipras wesentliche Projekte, insbesondere den Verkauf der Betreiberlizenzen für die 14 Regionalflughäfen und den Hafen von Piräus ausgesetzt hat, muss sie jetzt eine Kehrtwende vollziehen. Das ist eine große Herausforderung, alleine schon wegen der anhaltenden politischen Widerstände im Land. Zudem dürfte die Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage in Griechenland in den vergangenen Monaten und insbesondere in den letzten Wochen das Einnahmepotenzial durch Privatisierungen noch längere Zeit trüben. Insofern erscheint es angemessen, dass die Gläubigerländer von Griechenland ein klares, durch entsprechende Initiativen zu untermauerndes Bekenntnis zur Privatisierung als unverzichtbares Element eines Reformprogramms gefordert haben, ohne – zumindest bislang – einen starren Zeitrahmen vorzugeben. Dessen ungeachtet dürfte der für die Privatisierungserlöse angestrebte Zielwert von EUR 50 Mrd. sowohl mit Blick auf die schwierige Wirtschaftslage als auch angesichts der Erfahrungen der vergangenen Jahre mehr als ambitioniert sein.

Freilich sind gerade im Fall Griechenlands die möglichen Einnahmen nur ein Aspekt. Ebenso kommt es jetzt darauf an, durch möglichst rasche Wiederaufnahme des Privatisierungsprogramms ein überzeugendes, Vertrauen bildendes Signal der Bereitschaft zur Modernisierung und Restrukturierung der Wirtschaft zu setzen.

Dieter Bräuninger (+49 69 910-31708, dieter.braeuninger@db.com)





## Fokusthema Europäische Integration

- ▶ Europas Populisten im Profil: Strukturen, Stärken, Potenziale (EU-Monitor) ..... 7. April 2015
- ▶ KONZEPT Ausgabe Nr. 3 (Konzept) ..... 16. März 2015
- ▶ Debatte über Freizügigkeit: Braucht die EU neue Zugangsregeln zu Sozialleistungen? (Research Briefing) ..... 16. Februar 2015
- ▶ Investitionen im Euroraum: Initiativen, Handlungsfelder, Erfolgsfaktoren (EU-Monitor) ..... 18. Dezember 2014
- ▶ Alleine sind wir stark? Ökonomische Aspekte regionaler Autonomie- und Unabhängigkeitsbestrebungen in Europa (EU-Monitor) ..... 17. Dezember 2014
- ▶ Stabilisierung, Solidarität oder Umverteilung? Braucht die Eurozone eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung – und wenn ja, wofür? (Research Briefing) ..... 31. Oktober 2014
- ▶ Eine Zukunft in der EU? Die Brexit-Diskussion als Anstoß für eine modernere EU (EU-Monitor) ..... 29. September 2014
- ▶ Zuschauer oder Schiedsrichter? Nationale Parlamente und das Subsidiaritätsprinzip im VIII. Europaparlament (Research Briefing) ..... 26. September 2014
- ▶ Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften im Aufwind (EU-Monitor) ..... 25. Juli 2014

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de). Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:  
Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

Schneller via E-Mail:  
[marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© Copyright 2015. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.