

**Eigen- oder Fremdkapitalfinanzierung der DB AG:
Eine Analyse aus Steuerzahlersicht**

Gutachten im Auftrag des mofair e. V. und des NEE e. V.

Inhaltsverzeichnis

1. Zusammenfassung	3
2. Einleitung	7
3. Eigenkapital- oder Fremdkapitalfinanzierung der DB AG aus Steuerzahler:innensicht	8
4. Aussagekraft der derzeitigen Kapitalstruktur des öffentlichen Unternehmens DB AG	9
5. Optimale Kapitalstrukturen privater Unternehmen als Referenz	12
5.1. Skizze der neueren Theorie der Kapitalstruktur	12
5.2. Konflikte zwischen Eigenkapitalgebern und Management	12
5.3. Nutzen und Kosten des Fremdkapitals und optimale Kapitalstruktur	15
6. Beihilfen und Kapitalhilfen: die Beispiele Deutsche Lufthansa (DLH) und Commerzbank AG .	17
7. Eigenkapitalentwicklung, Finanzierungsmaßnahmen und Kapitalmarkteinschätzung DB AG	21
8. Beihilfөлösungen DLH und Commerzbank: Übertragung auf die DB AG.....	27
Literaturverzeichnis	31
Anhang Eigenkapitalhilfen, Kapitalkosten und Trassenpreise	34

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Entwicklung wichtiger Kennzahlen DB AG (DB, 2019, S. 3)	24
Abb. 2: Verschuldungskennzahlen DG AG nach Darstellung Moody's (Moody's, 2019)	27

1. Zusammenfassung

Aussagekraft der derzeitigen Kapitalstruktur des bundeseigenen Unternehmens DB AG

1. Derzeit ist der Bund als alleiniger Eigentümer auch der einzige Eigenkapitalgeber der DB AG. Zudem bürgt der Bund de facto für alle ihre Fremdmittel. Die Kapitalmärkte reflektieren diese Absicherung der DB AG: „’Strong’ assessment of resource management reflects the lack of constraints regarding resources (Fitch 12/2020)“¹.
2. Im Grundsatz gilt auch für die staatliche DB AG, dass die mit Hilfe des Vermögens erzeugten Einkommensströme ausreichen müssen, die Ansprüche der Fremd- und Eigenkapitalgeber zu befriedigen. Bei der DB AG aber kann das Management „selbst“ über die Neubewertung den Wert des Anlagevermögens entscheiden und damit auch den Wert des Eigenkapitals beeinflussen: so geschehen z.B. bei der Sonderabschreibung von Aktiva bei DB Cargo im Jahr 2015 um 1,3 Mrd. EURO, der eine EK-Zuführung (frisches Geld) im Jahr 2017 um 1 Milliarde EURO an die DB Netz AG folgte.
3. Aus der Alleineigenkapitalgeberstellung des Bundes folgt, dass die derzeitige Kapitalstruktur der DB AG mangels Marktbewertung von Fremd- und Eigenkapital nur so belastbar ist, wie das Management seine Informationen über den aktuellen Wert der Aktiva mit dem Eigenkapitalgeber teilt. Ein Eigenkapitalproblem besteht für den Staat darin, dass er vom Management dauernd mit neuen „Abschreibungsproblemen“, die zu Eigenkapitalverlusten führen, überrascht wird. Die öfters erfolgende Bereinigung von Sondereffekten im EBIT (z.B. zuletzt im Jahr 2019 mit insgesamt 391 Mio. EURO aus der Zuführung zu einer Drohverlustrückstellung bei DB Arriva)² könnte als solches Managementverhalten gedeutet werden.
4. Nicht nur, dass der Eigenkapitalgeber Bund als Eigentümer und auch die Aufsichtsorgane der DB AG auf die Bewertung des Anlagevermögens keinen direkten Einfluss haben, darüber hinaus sinkt mit jeder Eigenkapitalreduktion die Kreditwürdigkeit des Unternehmens. Damit kommt der Eigentümer noch mehr in den Handlungszwang, Eigenkapital als Finanzierungsquelle bereitzustellen.

¹ [Fitch \(2020\)](#).

² [DB \(2019\)](#); hinweisen muss man auch auf den Wertminderungsbedarf bei Arriva im ersten Halbjahr 2020 um 1,41 Mrd. EURO, der vollständig auf die Abschreibung der von DB Arriva bilanzierten Firmenwerte entfällt; s. Deutsche Bahn (2020), S. 65.

Optimale Kapitalstrukturen privater Unternehmen als Referenz

1. Über die Verwendung von (zusätzlichem) Eigenkapital wird ausschließlich von den Unternehmensorganen, im Wesentlichen also dem Vorstand entschieden. Wie bei privaten Unternehmen sind Eigenkapitalerhöhungen auch bei öffentlichen Unternehmen zweckungebunden, weil Eigenkapital als Finanzpuffer und Haftungsmasse dient. Politische Erklärungen zur Mittelverwendung, wie etwa beim Klimaschutzpaket, bleiben gesellschaftsrechtlich unverbindlich. De facto bedeutet eine EK-Erhöhung für das DB AG Management eine Vermehrung der ihnen im eigenen Einflussbereich zur unternehmerischen Disposition stehenden Ressourcen zu Lasten der Steuerzahler:innen.
2. Im Gegensatz zum zwangsläufig nicht konditionierten Einsatz von Eigenkapital bieten Fremdkapitalverträge erweiterte Möglichkeiten für Kapitalgeber. Eine zielkonformere Lenkung der Handlungsmöglichkeiten des DB AG Managements kann dabei durch Covenants erfolgen. Es handelt sich um vertraglich bindende Zusicherungen des Kreditnehmers oder Anleiheschuldners während der Laufzeit eines Kredites oder einer Anleihe.
3. Bei der DB AG müsste nach den Erfahrungen mit fehlgeschlagenen Diversifikationsprogrammen, mit der Vermeidung ökonomisch notwendiger Unternehmensrestrukturierungen und problematischen Akquisitionen die Verhinderung unrentabler Aktivitäten ein zentrales Ziel des Eigenkapitalgebers sein. Der Druck von Fremdkapitalgebern auf die Wahl risikoärmerer Investitionsprojekte muss bei der DB AG im Interesse des Eigentümers liegen.

Beihilfen und Kapitalhilfen: die Beispiele DLH und Commerzbank

1. Bei staatlichen Beihilfen z.B. im Coronafall muss laut EU Kommission sichergestellt werden: Erforderlichkeit, Geeignetheit und Umfang der Maßnahmen, Beteiligung des Mitgliedstaats am Kapital von Unternehmen und Vergütung, Ausstieg des Mitgliedstaats aus der Beteiligung an den betroffenen Unternehmen und Governance; dazu kommen Verbot der Quersubventionierung und Übernahmeverbot und Verpflichtungen zur Wahrung des wirksamen Wettbewerbs und Sicherung der öffentlichen Transparenz und Berichterstattung.

2. Die Kombinationen von Fremdfinanzierungsmaßnahmen und wettbewerbssichernden Auflagen entsprechen sich strukturell in den Beihilfe-Fällen Commerzbank und Luft-hansa. Im Hinblick auf die DB AG ist folgendes relevant: Finanzierungshilfen und Garantien sind nur zeitlich befristet zu gewähren und sind zu vergüten. Darüber hinaus gibt es harte Auflagen (s. Covenants), die direkte und massive unternehmerische Handlungseinschränkungen bedeuten.
3. Bei den Veräußerungen (Slots, Beteiligungen) geht es auch um die Verhinderung von wettbewerbsschädlichem Verhalten. Die Verhinderung wettbewerbsvermindernder Preispolitik bei der Commerzbank, mithin das Verbot günstigerer Preise als bei ihren drei günstigsten Wettbewerbern, ist eine sehr starke Einschränkung, die die Wettbewerbsauflagen direkt wirken lässt. Es ist nicht vorstellbar, dass diese Auflagen mit einer zeitlich unbefristeten, nicht fix vergüteten und auch sonst nicht konditionierten Eigenkapitalerhöhung verknüpft werden könnten.

Eigenkapital- und Fremdkapitalaufnahme bei DB AG unter Auflagen

1. Während der Konzern-Umsatz der DB AG in den Jahren von 2010 bis 2019 um knapp 30 % wuchs³, stiegen die Personalaufwendungen um 56%. Das EBIT über diesen Zeitraum ist relativ stabil geblieben: Bezogen auf den Umsatz sank jedoch das EBIT von 5,2 % auf 3,1 %. Schreibt man das Verhältnis von Umsatz zu Personalaufwand aus 2010 fort, dann müsste c.p. der Personalaufwand im Jahr 2019 um 3,13 Milliarden geringer ausfallen als die ausgewiesenen 18,16 Mrd. EURO. Die Eigenkapitalentwicklung folgt über diese Zeit der schwachen Rentabilitätsentwicklung bei – absolut – konstant bleibendem langfristigem Fremdkapital. Von einer Ausgangseigenkapitalquote von 29,2 % im Jahr 2011 sank diese im Jahr 2019 auf nur noch 18,1 %, wenn man die zuvor erfolgten Zuführungen respektive die Aufnahme von Hybridanleihen bereinigt.
2. Dementsprechend formulieren die Ratingagenturen „Credit challenges“: „Continued pressure on profitability, strained FCF generation because of an intense capital spending program (and)... Very high leverage for the rating category“. Dazu wird auf Faktoren für ein drohendes Downgrade hingewiesen: „A failure to improve the company’s operating performance from current levels, with its Moody's-adjusted EBITA margin remaining below 4.5%. Moody's-adjusted debt/EBITDA failing to decrease towards 5.5x from around 7.0x forecast in 2019“⁴.

³ [DB \(2019\)](#).

⁴ [Moody's \(2019\)](#).

3. Das selbstgesteckte Ziel der DB AG „angemessene Verschuldungskennzahlen zu erreichen“, mithin die „Tilgungsdeckung zur Steuerung der Verschuldung“ adäquat zu gestalten, wurde komplett verfehlt. Fitch formuliert deshalb in 12/2020 für den internationalen Kapitalmarkt, dass die DB AG nicht aus eigenen wirtschaftlichen Kennzahlen kreditwürdig ist, sondern nur weil es sich der deutsche Steuerzahler:innen nicht leisten könne, die DB insolvent gehen zu lassen⁵.
4. Im Hinblick auf die Anwendung bei der DB AG ist folgendes relevant: die Beihilfen sind als Fremdkapital auszureichen, mit harten Auflagen versehen, geringer Absicherung des Staates, zeitlich befristet und vergütet. Die bei den Beihilfen an DLH und Commerzbank erläuterten Voraussetzungen gelten für die DB AG analog; es werden konkrete Vorschläge für die Ausgestaltung der Beihilfen mit Auflagen gemacht (s. dazu 8.).
5. Insbesondere geht es um das Verbot der Quersubventionierung und Verpflichtungen zur Wahrung des wirksamen Wettbewerbs und Sicherung der öffentlichen Transparenz und Berichterstattung, womit folgende Forderungen an die DB AG naheliegen:
 - Kündigung der Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge,
 - Preisbeobachtungsstelle,
 - Verbot der Boni, solange nicht sichergestellt wird, dass zusätzliches EK aus Beihilfen nicht zu ihrer Finanzierung verwendet wird.
 - Externe Überprüfung der Voraussetzungen hinsichtlich der Erforderlichkeit, der Geeignetheit und des Umfangs der Maßnahmen in den DB AG-Rechenwerken.
6. Weitere wettbewerbssichernde Auflagen können u.a. analog zu DLH und Commerzbank sein:
 - Öffnung der Vertriebsportale bahn.de und DB Navigator für alle Wettbewerber sowie die Freigabe aller damit kausal verbundenen Vertriebs- und Tarifdaten und weiterer Daten wie etwa Auslastungsdaten,
 - Die Liquidation der Regionalverkehre Start Deutschland GmbH, einer Gesellschaft, die zur Rückeroberung von Marktanteilen gegründet, dabei aber durch die Befreiung von der Konzernumlage mit einem uneinholbaren Kostenvorteil gegenüber Wettbewerbern ausgestattet wurde, der eine unzulässige Quersubventionierung darstellt.

⁵ [Fitch \(2020\)](#).

2. Einleitung

Durch die Covid-19-Pandemie wurden bei vielen Unternehmen gerade auch im Eisenbahnsektor finanzielle Einbußen hervorgerufen. Der exklusiv für die Deutsche Bahn AG vom Bund geplante Ausgleich in einer Höhe von einstweilen lt. Haushaltsbeschluss 5 Mrd. EURO muss nach den Anforderungen der EU-Kommission Erforderlichkeit, Geeignetheit und Umfang der Maßnahmen gewährleisten, sowie Verpflichtungen zur Wahrung des wirksamen Wettbewerbs und der Sicherung der öffentlichen Transparenz beinhalten⁶; er wird seit zehn Monaten kritisch diskutiert. Die DB AG betrachtet sich dort, wo sie im Wettbewerb agiert, als normales Unternehmen. Dementsprechend muss die Finanzierung von Hilfen die von der EU formulierten Anforderungen erfüllen. Sie muss darüber hinaus, sei es durch Fremd- oder Eigenkapital, aus Steuerzahler:innensicht optimal ausgestaltet sein. Dies bedeutet eine aus Steuerzahler:innensicht zielkonforme Lenkung der Handlungsmöglichkeiten des DB AG Managements durch die Wahl der Finanzierungsform.

Zur Prüfung welche Finanzierungsform diesen Anforderungen genügt, werden zuerst kurz Eigenkapital- oder Fremdkapitalfinanzierung der DB AG aus Steuerzahler:innensicht beleuchtet (3.).

Danach wird die Aussagekraft der derzeitigen Kapitalstruktur des öffentlichen Unternehmens DB AG vor dem Hintergrund betrachtet, dass der Bund de facto für alle seine Fremdmittel haftet, mithin externe Kapitalgeber von Ausfallrisiken freistellt (4.).

Aus der Alleineigenkapitalgeberstellung des Bundes folgt auch, dass die derzeitige Kapitalstruktur der DB AG mangels Marktbewertung von Fremd- und Eigenkapital nur so belastbar ist, wie das Management seine Informationen über den aktuellen Wert der Aktiva mit dem Eigenkapitalgeber teilt. Um eine Referenz für die Finanzierung der DB AG zu gewinnen, werden optimale Kapitalstrukturen privater Unternehmen analysiert (5.).

Dabei werden die unterschiedlichen Anreize von Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung auf das Investitionsverhalten des Managements betrachtet. Aufbauend darauf werden die Beihilfen und Kapitalhilfen an DLH und Commerzbank beschrieben und analysiert (6.).

⁶ [Zum befristeten Rahmen der EU s. ausführlich EU \(2021\).](#)

Diese stellen jeweils Kombinationen von Fremdfinanzierungsmaßnahmen und wettbewerbssichernden Auflagen zur zielkonformen Lenkung der Handlungsmöglichkeiten des Managements von ebenfalls (teil-)staatlichen Unternehmen dar. Danach wird zuerst die bisherige Eigenkapital- und Fremdkapitalaufnahme bei DB AG analysiert (7.).

Es zeigt sich, dass die der schwachen Rentabilitätsentwicklung folgende Eigenkapitalverringering durch unkonditionierte Eigenkapitalzuführungen von 3 Mrd. EURO ausgeglichen wurde. Danach wird eine Übertragung der Beihilfelösungen an die Deutsche Lufthansa (DLH) und die Commerzbank auf die DB AG skizziert (8.), die die aus Steuerzahler:innensicht zielkonforme Lenkung der Handlungsmöglichkeiten des DB AG Managements garantiert. Damit müssen insbesondere die Wahrung des wirksamen Wettbewerbs und die Sicherung der öffentlichen Transparenz sichergestellt werden.

3. Eigenkapital- oder Fremdkapitalfinanzierung der DB AG aus Steuerzahler:innensicht

Die staatlichen Ziele in einem Sektor, wie zum Beispiel im Eisenbahnsektor, werden üblicherweise in einer Wohlfahrtsfunktion abgebildet, die z.B. aus den Komponenten: Gewinne der Unternehmen, Wohl der Konsumenten und Wettbewerber und der Lohnsumme der Mitarbeiter:innen des Unternehmens besteht. Damit wird unterstellt, dass diese Einzelpositionen vom Staat genau bewertet werden. Wenn also die Eigenkapital- oder Fremdkapitalfinanzierung der Deutschen Bahn AG unter Steuerzahler:innen-Gesichtspunkten analysiert werden soll, dann liegt auf der Hand, dass es nicht nur um eine isolierte finanzwirtschaftliche Betrachtung für die DB AG geht.

Schon der aktuelle Hinweis der EU-Kommission, dass die Hilfen nur gezahlt werden, wenn die DB AG auf ein Bonusprogramm für circa 3500 - 4000 Mitarbeiter:innen verzichtet, zeigt die Verknüpfung zwischen der Unternehmensfinanzierung und dem Wohl der Mitarbeiter:innen. Anders formuliert: selbst wenn der direkte Wettbewerbsbezug dieser Zahlung nicht im Fokus der öffentlichen Debatte steht, so ist doch evident, dass eine staatliche Eigenkapitaleinzahlung, die in schwieriger Zeit die wirtschaftliche Lage dieser Mitarbeiter:innen deutlich verbessert, dem Staatsunternehmen DB AG gegenüber seinen Wettbewerbern einen deutlichen Wettbewerbsvorteil bei der Personalbeschaffung und der Personalbindung auf Kosten der Steuerzahler:innen verschafft. Das gilt selbst für Aktivitäten wie „DB-Wohnen“, einer Zusammenarbeit der DB AG mit Vonovia, wo das DB Personal marktunübliche Sonderkonditionen wie etwa

Mietkaufionsfreiheit, einfacheren Zugang zu Besichtigungsterminen und bevorzugte Berücksichtigung bei den Wohnungsvergaben erhält, wobei die DB AG sich auch Belegungsrechte für Wohnungen sicherte. Die genannten Vergünstigungen für DB AG Mitarbeiter:innen konkurrieren, sofern sie entgeltlich erworben wurden, aus Steuerzahler:innensicht mit Ansprüchen anderer Unternehmen und Bürger. Dergleichen Aktivitäten muss die DB AG aus selbst erwirtschaftetem Cash Flow finanzieren, bei staatlicher Hilfe ohne Verwendungskontrolle sind diese abzulehnen.

4. Aussagekraft der derzeitigen Kapitalstruktur des öffentlichen Unternehmens DB AG

Das DB AG Management formuliert zum Kapitalstrukturthema wie folgt:

„Die finanzwirtschaftliche Steuerung des DB-Konzerns zielt neben einer nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts auch auf die Einhaltung einer für die Wahrung einer sehr guten Bonitätseinstufung angemessenen Kapitalstruktur. Ein wesentliches Ziel ist es daher, angemessene Verschuldungskennzahlen zu erreichen. Unsere zentrale Kennzahl zur Steuerung der Verschuldung ist die Tilgungsdeckung“.

Ein "Kapitalstrukturproblem" der DB AG könnte also darin bestehen, dass ihre derzeitige Kapitalstruktur negative Auswirkungen auf ihre aktuellen Finanzierungsmöglichkeiten und auf den Verkauf von Unternehmensbeteiligungen hat. Derzeit ist der Bund einziger Eigenkapitalgeber der DB AG, der zudem für alle ihre Fremdmittel de facto bürgt. Vor einem Verkauf von Unternehmensbeteiligungen gibt es also für die DB AG keinerlei Konkursrisiko, mithin für Fremdkapitalgeber kein Ausfallrisiko. Dass dies im Falle Deutschlands auch die Sicht der Kapitalmärkte ist, zeigte sich früher am Fehlen eines Risikoaufschlages auf Postanleihen im Vergleich zu normalen Bundesanleihen. Für die Zeit nach einem Verkauf von Unternehmensteilen oder Beteiligungen würde nur derjenige Teil des Fremdkapitals risikobehaftet sein, der neu aufgenommen wird und nicht unter die Garantie des Bundes fällt.

Dem entspricht die Sicht der Kapitalmärkte bei der DB AG (Moody's Credit Opinion 10/2019):

Deutsche Bahn AG's (DB) Aa1 issuer rating incorporates a three-notch uplift from its A1 Baseline Credit Assessment (BCA), reflecting the high support and dependence between the company and the Federal Republic of Germany (Aaa stable)⁷.

⁷ [Moody's \(2019\)](#).

Fitch schreibt gleichlautend:

„ 'Strong' assessment of resource management reflects the lack of constraints regarding resources“⁸.

Moody's führt zu etwaigen Downgradegründen beim Rating aus:

“Moody's-adjusted debt/EBITDA failing to decrease towards 5.5x from around 7.0x forecast in 2019”⁹.

Bei der Fremdkapitalaufnahme hat die DB AG derzeit auf den Märkten keine prinzipiellen Finanzierungsprobleme.

Nach Auffassung des Bundesrechnungshofes scheidet aber eine weitere Aufnahme von Fremdkapital für die DB AG schon länger aus, weil die Überschreitung der vom Haushaltsausschuss des Bundestages definierten Obergrenze der Schulden drohte.

Damit ist zugleich angesprochen, dass zwangsläufig ein Eigenkapitalproblem der DB AG existieren muss. Bevor über dieses derzeitige "Eigenkapitalproblem" Aussagen getroffen werden können, sind einige Begriffsklärungen vorzunehmen. Bei der Lösung des Eigenkapitalproblems privater Unternehmen wird der Marktwert, nicht der Bilanzwert des Eigenkapitals relevant. Für die Bestimmung des Marktwertes des Eigenkapitals ist entscheidend, welcher zukünftige Cash-Flow sich mit den Aktiva des Unternehmens verdienen lässt. Realwirtschaftlich formuliert: Welche Umsatzerlöse können zukünftig von der DB AG zu welchen Kosten mit Diensten erzielt werden, die z.B. auf ihrem eigenen Netz angeboten werden können? Am isolierten Beispiel einer privaten DB Cargo AG sei die Anwendung dieser Sichtweise durch Kapitalmärkte erläutert. Deren Unternehmenswert ergäbe sich aus ihren diskontierten Cashflows. Der Marktwert des Eigenkapitals errechnet sich als Gesamtunternehmenswert abzüglich der Verbindlichkeiten. Je nach Schärfe des zukünftigen Wettbewerbs würden diese Werte stark differieren. Ein "Eigenkapitalproblem" könnte also dann sichtbar werden, wenn die DB Cargo AG und ihre zukünftige Dienstleistungsfähigkeit geringer bewertet wurden als der Nominalwert ihrer Passiva. Doch auch dann wäre das "Eigenkapitalproblem" nicht Ursache, sondern nur Auswirkung des zugrundeliegenden realwirtschaftlichen Problems.

Natürlich gilt die Sichtweise, dass die mit Hilfe der Aktiva erzeugten Einkommensströme ausreichen müssen, die Ansprüche der Fremd- und Eigenkapitalgeber zu befriedigen, im Grundsatz

⁸ [Fitch \(2020\)](#).

⁹ Moody's (2019).

auch für die staatliche DB Cargo AG. Hier kann das Management „selbst“ über die Neubewertung den Wert der Aktiva entscheiden und damit auch den Wert des Eigenkapitals beeinflussen. Dies ist so geschehen bei der Sonderabschreibung von Aktiva bei DB Cargo im Jahr 2015 um 1,3 Mrd. EURO, der eine EK-Zuführung im Jahr 2017 um 1 Milliarde EURO, allerdings an die DB Netz AG, folgte (s. dazu 3.2 und 5.1.).

An einem einfachen Beispiel soll diese übliche (staatliche) Lösung des Eigenkapitalproblems demonstriert werden. In einem Land soll das bisherige Staatsunternehmen DB AG über Aktiva von 100 verfügen, die zu 50 mit EK und zu 50 mit FK finanziert sind. Im Zuge von Neubewertungen durch das Management stelle sich heraus, dass die Aktiva des Unternehmens nur noch einen Wert von 70 haben, diese wären nach Afa mit EK von 20 und FK von 50 finanziert. Nehmen wir an, der Staat möchte die Eigenkapitalquote vor und nach Sonderabschreibung konstant halten. Er könnte dann FK von 15 ablösen, was zu einer Finanzierung mit FK und EK mit jeweils 35 führte. Diese Operation hat in diesem vereinfachten Beispiel den Staat 45 gekostet: 30 aus EK-Verlust aus Sonder-AfA plus Einschuss von 15 EK. Aus der Alleineigenkapitalgeberstellung des Bundes sowie dem skizzierten Beispiel zur Sofortabschreibung des fiktiven Unternehmens lässt sich schließen, dass die derzeitige Kapitalstruktur der DB AG mangels Marktbewertung von Fremd- und Eigenkapital nur so informativ ist, wie das Management seine Informationen über den aktuellen Wert der Aktiva mit dem Eigenkapitalgeber teilt. Ein Eigenkapitalproblem besteht für den Staat darin, dass er vom Management dauernd mit neuen „Abschreibungsproblemen“, die zu Eigenkapitalverlusten führen, überrascht wird. Die öfters erfolgende Bereinigung von Sondereffekten im EBIT (z.B. zuletzt im Jahr 2019 mit insgesamt 391 Mio. EURO aus der Zuführung zu einer Drohverlustrückstellung bei DB Arriva¹⁰) könnte als solches Managementverhalten gedeutet werden. Ein solches „Problem“ könnten idealtypisch auch die im Jahr 2019 begebenen Hybridanleihen zukünftig darstellen. Dort sind bei einer Anleihe bis (ab) 2045 ff. Zinsen mit "Referenzbankensatz" plus 1,509 % (plus 2,259 %) vereinbart¹¹; der Referenzbankensatz ist der Prozentsatz, der auf Basis der 5-Jahres-Mid-Swapsatz-Quotierungen gestellt wird, welcher aktuell ca. - 0,5% beträgt, im Jahr 2011 aber über 3% betrug. Nimmt man für den Gesamtbetrag von 2 Mrd. EURO einen Zinssatz von über 5 % an, dann betragen die zu erwirtschaftenden zukünftigen Zinszahlungen allein daraus 100 Mio. EURO p.a.; damit entstände ein weiteres Problem mit Handlungszwang auf den staatlichen Eigentümer, Eigenkapital als Finanzierungsquelle bereitzustellen.

¹⁰ Hinweisen muss man wieder auf den Wertminderungsbedarf bei Arriva im ersten Halbjahr 2020 um 1,41 Mrd. EURO, der vollständig auf die Abschreibung der von DB Arriva bilanzierten Firmenwerte entfällt; s. Deutsche Bahn (2020), S. 65.

¹¹ [DB Prospectus \(2019\)](#).

Anhand einer Skizze der neueren Theorie der Kapitalstruktur für private Unternehmen wird der Frage nachgegangen, welche Anforderungen der Eigenkapitalgeber an die Kapitalstruktur einer DB AG stellen sollte, um diese Überraschungen durch richtige Anreize für das Management zu minimieren.

5. Optimale Kapitalstrukturen privater Unternehmen als Referenz

5.1. Skizze der neueren Theorie der Kapitalstruktur

Ausgangspunkt aller neueren Beschäftigungen mit der Kapitalstruktur von Unternehmen ist der Beitrag von Miller/Modigliani, in dem für eine (Modell-)Welt ohne Kapitalmarktunvollkommenheiten festgestellt wurde, dass der Firmenwert eines Unternehmens unabhängig vom Finanzierungsmix zwischen Eigen- und Fremdkapital ist¹². Dahinter steht die Überlegung, dass die Möglichkeit, eine Unternehmenswertsteigerung durch eine reine Veränderung der Kapitalstruktur herbeizuführen, Arbitrage voraussetzt: Einem Unternehmenskäufer bietet sich nämlich die Möglichkeit einerseits, die Firmenwertsteigerung durch Kapitalstrukturveränderungen zu erzielen, sein Risiko aber durch einen "home-made leverage" auf das der Ausgangskapitalstruktur des Unternehmens zu reduzieren. Neuere Beiträge zur Kapitalstruktur von Unternehmen gehen davon aus, dass Finanzierungsentscheidungen einen Einfluss auf die Unternehmenserträge und den Firmenwert haben.

Als wichtigste Determinanten der Kapitalstruktur werden derzeit angesehen:

- Ausmaß der Interessenkonflikte zwischen Kapitalgebern und Management,
- Übermittlung privater Informationen an Kapitalmärkte,
- Wettbewerbsintensität auf Absatzmärkten,
- Ergebnisse von Takeovers,
- Optimale Finanzierung von spezifischen Investitionen.

5.2. Konflikte zwischen Eigenkapitalgebern und Management

Konflikte zwischen Kapitalgebern und Management beruhen allgemein darauf, dass das Management weniger als 100 Prozent des Eigenkapitals einer Unternehmensgruppe halten. So tragen sie zwar – über ihre Arbeitsanstrengungen – alle "Kosten" von gewinnsteigernden Aktivitäten, sind aber nur entsprechend ihrer Eigenkapitalanteile oder sonstiger erfolgsabhängiger

¹² Brealey (1996) und Ehrmann (1995).

Gehaltsbestandteile an deren Erfolg beteiligt. Daraus resultiert ein Anreiz für das Management, in Aktivitäten zu investieren, die für sie selbst nutzenerhöhend wirken. Dieser Anreiz wird umso geringer, je höher die Eigenkapitalanteile des Managements respektive die erfolgsabhängigen Gehaltsbestandteile werden.

Diese Logik gilt auch für das Management öffentlicher Unternehmen, wie der DB AG. Bei diesem entfallen nach Genehmigung und Durchführung der Eigenkapitalerhöhung alle haushaltsrechtlichen Kontrollen. Die Mittelverwendung wird ausschließlich von den Unternehmensorganen, im Wesentlichen also dem Vorstand entschieden. Wie auch bei privaten Unternehmen sind Eigenkapitalerhöhungen bei öffentlichen Unternehmen zweckungebunden, weil Eigenkapital als Finanzpuffer und Haftungsmasse dient. Bei manchen EK-Erhöhungen, wie etwa der aus dem Klimaschutzpaket, werden politische Erklärungen zur Mittelverwendung abgegeben, die allerdings gesellschaftsrechtlich unverbindlich bleiben. Klar formuliert wird diese Nichtzweckbindung im Prospekt zu den Hybridanleihen: „The Issuer intends to use the net proceeds from the issuance of the Notes for general corporate purposes of Deutsche Bahn“. De facto bedeutet damit eine EK-Erhöhung für das DB AG Management eine Vermehrung der ihnen im eigenen Einflussbereich zur unternehmerischen Disposition stehenden Ressourcen zu Lasten der Steuerzahler:innen. Dementsprechend wird eine Eigenkapitalzuführung, der keine zusätzlichen Handlungs- und Kontrollrechte des Eigenkapitalgebers entsprechen, von der DB AG als „günstigste“ Finanzierungsform bevorzugt. Es handelt sich hier vorab um eine „sanktionslose“ Form z.B. eines allgemeinen (Wert-)Verlustausgleiches.

Im Falle der DB AG kommt noch als weiterer Vorteil hinzu, dass die regulatorische Berechnung der Trassenpreise sehr stark der Kapitalstruktur folgt. Da die Eigenkapitalverzinsung bei der Berechnung nach Anlage 4 des ERegG im Vergleich zur Fremdkapitalverzinsung hoch ist, gibt es starke Anreize zur Ausweitung der Eigenkapitalbasis: der Abschreibung bei DB Cargo folgte im Jahr 2017 eben die Eigenkapitalerhöhung bei DB Netz AG um 1 Milliarde EURO¹³, was dort die Eigenkapitalquote im Jahr 2019 auf sehr hohe 40 % kommen lässt. Erst bei einer Deckelung der Netzeigenkapitalquote für die Berechnung der Trassenpreise wäre zumindest dieser Zusatzanreiz für Eigenkapitalfinanzierung verringert¹⁴. Aus Sicht der Steuerzahler:innen wäre selbst dann, wenn im Coronafalle staatliche Unterstützungen erforderlich sein könnten, die Ge-eignetheit von EK-Zuführungen im Vgl. etwa zur Unterstützung von Fremdkapitalaufnahme durch Garantien oder Patronatserklärungen zu verneinen.

¹³ [DB \(2018\)](#).

¹⁴ S. dazu ausführlich Anhang.

Eine Antwort auf den Konflikt zwischen Eigenkapitalgebern und Management liegt in einer Erhöhung des Verschuldungsgrades, weil Fremdkapital Auszahlungsverpflichtungen schafft, die den Raum für nichtrentable Managementaktivitäten c.p. einschränken. Unter unrentable Managementaktivitäten werden gezählt¹⁵:

- zusätzliche Erträge des Arbeitsverhältnisses (z.B. Bonusprogramme)
- Diversifikationsprogramme
- Investitionsprojekte mit geringen Renditen
- Vermeidung ökonomisch notwendiger Unternehmensrestrukturierungen oder Liquidationen
- problematische Akquisitionen

Im Kern stellen solche Aktivitäten Versuche des Managements dar, die ihnen zur unternehmerischen Disposition stehenden Ressourcen im eigenen Einflussbereich zu Lasten der Kapitalgeber zu vermehren. Bei profitablen Unternehmen wird der Konflikt zwischen Kapitalgebern und Management auf die Auszahlung des Free-Cash-Flow an die Kapitalgeber oder die unternehmensinterne Verwendung zugespitzt. Unter dem Free-Cash-Flow wird jener Teil des Unternehmens Cash-Flow verstanden, der nach Finanzierung aller Investitionsprojekte mit einem positiven Nettobarwert diskontiert zu den für das Unternehmen relevanten Kapitalkosten übrigbleibt. Bei nicht profitablen staatlichen Unternehmen geht es allgemeiner um das Problem der Beschaffung und Nutzung von Finanzmitteln zugunsten von Management und Mitarbeiter:innen und zu Lasten der Steuerzahler:innen als Eigentümer.

Augenfällig sind die zusätzlichen, d.h. nicht am Markt erwirtschafteten Erträge des Arbeitsverhältnisses: das erwähnte Bonusprogramm der DB AG für circa 3500 - 4000 Mitarbeiter:innen wird gerade deshalb von der EU-Kommission beanstandet, weil eine Verbindung zu einer nicht konditionierten staatlichen Eigenkapitalhilfe naheliegt.

Die praktische Relevanz des o. g. Konfliktes zwischen Kapitalgebern und Management v.a. für große Konzernunternehmen lässt sich an vielen fehlgeschlagenen großen Investitionsprogrammen der jüngeren Vergangenheit ablesen, in denen insbesondere Diversifikationen in Branchen, die dem Kerngeschäft fernlagen, für Anleger unterdurchschnittliche Ergebnisse zur Folge hatten.

¹⁵ Brealey (1996) und Ehrmann (1995).

Für die DB AG seien als schlagende Beispiele aus der obigen Liste unrentabler Managementaktivitäten bei Eigenkapitalzugang nur das Segment Sonstige/Beteiligungen und die Beteiligungen Arriva resp. Schenker erwähnt. Das Segment Sonstige/Beteiligungen beschäftigt in über 50 Gesellschaften insgesamt mehr als 50 000 Mitarbeiter:innen. Das dort erwirtschaftete negative EBIT blieb von 2013 - 2018 mit jeweils - 0,5 Mrd. EURO p.a. fast konstant (EBIT vor Bereinigungen in 2019: - 0,7 Mrd. EURO)¹⁶.

Für Arriva (im Jahr 2010 für 1,8 Milliarden EURO übernommen, wozu noch 1,1 Milliarden EURO Schulden kamen) und für Schenker (im Jahr 2002 für 2,5 Milliarden EURO übernommen)¹⁷ gilt jeweils, dass Synergien zum Kerngeschäft – z.B. zum Schienengüterverkehr in Deutschland – nicht nachweisbar sind. Damit ist der oben erwähnte Punkt der Kerngeschäftsförderung erfüllt. Die beiden Beteiligungen erwirtschafteten zusammen zwar über 40 % des Gesamtumsatzes der DB AG, aber nur 15 % des EBIT; das Management hat mithin Umsatzwachstum mit Renditerückgang gekauft. Berücksichtigt man den Goodwill aus dem Kauf von Schenker, dann ist davon auszugehen, dass diese Beteiligung nie ihre Kapitalkosten erwirtschaftet hat, wovon auch für Arriva auszugehen ist.

Aus Steuerzahler:innensicht ist die Nutzung des Eigenkapitals durch unrentable Managementaktivitäten nicht nur aus Rentabilitätsgründen problematisch, sondern auch weil sowohl die Kaufsummen als auch die Beschäftigungs- und Lohneffekte zu großen Teilen im Ausland anfallen, mithin ein Mitteltransfer dorthin stattfindet.

5.3. Nutzen und Kosten des Fremdkapitals und optimale Kapitalstruktur

Vermehrte Fremdkapitalaufnahme dient als Substitut für Dividendenzahlungen, die um diesen Free-Cash-Flow erhöht werden. Mit diesem Substitut sind für die Abschwächung der gezielten unrentablen Managementaktivitäten folgende Konsequenzen verbunden¹⁸:

- Reduktion der vorhandenen Investitionsalternativen auf die tatsächlich profitablen,
- Verkleinerung des Spielraums für "Fringe Benefits",
- Verkürzung des Eingriffszeitraums für Reorganisationen bei sinkenden Unternehmenswerten

¹⁶ [BRH \(2019a\)](#).

¹⁷ [BRH \(2019b\)](#).

¹⁸ Ehrmann (1995).

- dadurch Erhöhung der Überlebenswahrscheinlichkeit von Unternehmen.

Im Gegensatz zum (s.o.) zwangsläufig nicht konditionierten Einsatz von Eigenkapital bieten Fremdkapitalverträge erweiterte Möglichkeiten für Kapitalgeber. Eine zielkonformere Lenkung der Handlungsmöglichkeiten des DB AG Managements kann dabei durch Covenants erfolgen¹⁹. Es handelt sich dabei um vertraglich bindende Zusicherungen des Kreditnehmers oder Anleiheschuldners während der Laufzeit eines Kredites oder einer Anleihe. Aus der Vielzahl von möglichen Covenants seien als nutzbar für die DB AG Finanzkennzahlen und Corporate Financial Covenants hervorgehoben.

Unter Finanzkennzahlen werden betriebswirtschaftliche Kennzahlen subsummiert, die sich aus den Bilanzen oder aus den Gewinn- und Verlustrechnungen der Kreditnehmer ableiten lassen: die Einhaltung von Bilanzrelationen (Kapitalstruktur etc.) und sonstigen finanzwirtschaftlichen Kennzahlen kann in Kreditvertragsklauseln fixiert werden. Für die Einhaltung der Klauseln können Anreize zum Verkauf von Beteiligungen einhergehen.

Bei Corporate Financial Covenants werden etwa Dividendenzahlungen beschränkt oder in Negativklauseln die Sicherheitenbestellung an andere Gläubiger verboten. Es gibt auch Verfügungsbeschränkungen über wesentliche Vermögensposten wie Beteiligungen und die Festlegung eines ordnungsgemäßen Geschäftsganges („ordinary conduct of business“), der gerade für die Managementbeschränkung auf Kerngeschäfte wichtig ist.

Welche Auswirkungen hat Fremdkapitalfinanzierung damit auf die Investitionspolitik? Ein Unternehmen habe zwei Investitionsprojekte mit gleichem erwarteten Nettobarwert, aber unterschiedlichen Risiken, die durch die Standardabweichungen der Barwerte gemessen werden. Es seien V_h , V_l , die Erwartungswerte für den Marktwert des Fremdkapitals aus den Investitionsprojekten, mit $V_h > V_l$. V sinkt mit zunehmender Standardabweichung. Die Agency costs ergeben sich bei beschränkter Haftung der Eigenkapitalgeber daraus, dass diese bei der Investitionsalternative V_l , hohe erwartete Erträge für sich verbuchen können, das Risiko einer schlechten Realisierung des Unternehmensergebnisses aber nur bis zur Höhe ihres Kapitaleinsatzes tragen müssen. Fremdkapitalgeber, die von einer schlechten Realisierung des Investitionsprojektes ungünstig betroffen sind, an einer guten aber über den Kreditzins hinaus nicht partizipieren können, werden dementsprechend auf die Wahl des risikoärmeren Investitionsprojektes dringen. Daraus resultiert mit steigendem Fremdkapitalanteil der Druck auf die Wahl von In-

¹⁹ Dgl. Covenants sind nicht neu, sie wurden u.a. für die Restrukturierung von US-Eisenbahnen im **19ten Jahrhundert** entwickelt und verfeinert, s. Tufano (1997).

vestitionsprojekten, die nicht firmenwertmaximierend sind. Die Annahme gegenläufiger Konfliktkostenkurven für Eigen- und Fremdkapital begründen also für ein privatwirtschaftliches Unternehmen die Existenz einer optimalen Kapitalstruktur. Diese Kapitalstruktur *"is determined by trading off the benefit of debt in preventing investment in value decreasing projects against the loss of debt in preventing investment in value increasing projects"*²⁰.

Bei der DB AG müsste nach den Erfahrungen mit fehlgeschlagenen Diversifikationsprogrammen, mit der Vermeidung ökonomisch notwendiger Unternehmensrestrukturierungen und problematischen Akquisitionen die Verhinderung unrentabler Aktivitäten ein zentrales Ziel des Eigenkapitalgebers sein. Der Druck von Fremdkapitalgebern auf die Wahl risikoärmerer Investitionsprojekte sollte bei der DB AG im Eigenkapitalgeberinteresse liegen.

6. Beihilfen und Kapitalhilfen: die Beispiele Deutsche Lufthansa (DLH) und Commerzbank AG

Für Coronahilfen an Unternehmen wird von der EU-Kommission auf Art 107 Abs. 3b) des AEUV zurückgegriffen. Nach Art. 107 Abs. 3b) können als mit dem Binnenmarkt vereinbar angesehen werden „Beihilfen zur Förderung wichtiger Vorhaben [...] zur Behebung einer beträchtlichen Störung im Wirtschaftsleben eines Mitgliedstaates“²¹. Die EU-Kommission hält dazu fest²², dass diese gewährt werden können, um zu verhindern, dass die Störung im Wirtschaftsleben unnötige Marktaustritte von vor dem COVID Ausbruch rentablen Unternehmen bewirkt. Beim von der Bundesrepublik Deutschland ins Spiel gebrachten, auf Naturkatastrophen abstellenden Art. 107 Abs. 2b) wäre der direkte Zusammenhang zwischen diesen und den wirtschaftlichen Einbußen von Unternehmen zu beweisen. Allerdings hat die DB AG selbst darauf hingewiesen, dass sie ihrer gesellschaftlichen Verantwortung nachgekommen ist, mithin ohne Auftrag und ohne wirtschaftliche Interessen tätig war und Transportdienstleistungen durchgeführt hat, die keine entsprechenden Umsätze erbracht haben und bei denen auf wirtschaftliche Kostenanpassungen verzichtet wurde. Vor dem Hintergrund des fehlenden, direkt zurechenbaren Zusammenhanges zu einer Naturkatastrophe wird die Erstattung eines daraus entstandenen Schadens von der EU-Kommission in Zweifel gezogen (s. dazu 8).

²⁰ Harris, M./Raviw, A. (1991): S. 303.

²¹ Zum befristeten Rahmen der EU s. ausführlich [EU-Kommission \(2021\)](#).

²² A.a.O.

Eine EK-Erhöhung bedeutet, wie schon erläutert, auch in diesem Kontext für das Management de facto eine Vermehrung der ihnen im eigenen Einflussbereich zur unternehmerischen Disposition stehenden Ressourcen zu Lasten der Wettbewerber und der Steuerzahler:innen.

Was muss also laut EU-Kommission verhindert bzw. sichergestellt werden, wenn Beihilfen z.B. im Coronafall gezahlt werden? Die EU formuliert dazu Voraussetzungen hinsichtlich: der Erforderlichkeit, der Geeignetheit und des Umfangs der Maßnahmen, der Beteiligung des Mitgliedstaats am Kapital von Unternehmen und der Vergütung, des Ausstiegs des Mitgliedstaats aus der Beteiligung an den betroffenen Unternehmen und der Governance; dazu kommen Verbot der Quersubventionierung und Übernahmeverbot und Verpflichtungen zur Wahrung des wirksamen Wettbewerbs und Sicherung der öffentlichen Transparenz und Berichterstattung.

Nachfolgend werden kurz einige diesbezügliche Aspekte der Hilfen an DLH sowie der früheren Hilfen nach der Finanzkrise 2008 an die Commerzbank erläutert, um einen Bewertungsrahmen für Beihilfen an die DB AG zu schaffen. Dabei werden Finanzierungsform und wettbewerbssichernde Auflagen in den Vordergrund gestellt.

Als Hauptmaßnahmen bei DLH wird Deutschland 6 Mrd. EUR zur Rekapitalisierung der Lufthansa beitragen und eine staatliche Garantie in Höhe von 3 Mrd. EUR für ein Darlehen übernehmen²³. Die Maßnahmen sind mit Auflagen verknüpft, darunter die Gewährleistung einer ausreichenden Vergütung des Staates sowie weitere Vorkehrungen zur Begrenzung von Wettbewerbsverzerrungen.

Insbesondere gelten folgende Auflagen:

1. *Voraussetzungen hinsichtlich der Erforderlichkeit, der Geeignetheit und des Umfangs der Maßnahmen:* Zur Prüfung erfolgt Berücksichtigung des Kapital- und Liquiditätsbedarfes der DLH auf Gruppenebene durch die EU-Kommission.
2. *Voraussetzungen hinsichtlich der Beteiligung des Mitgliedstaats am Kapital von Unternehmen und der Vergütung:* Es gibt eine angemessene Vergütung an den Staat für die Investition sowie zusätzliche Anreizmechanismen für die DLH, die Kapitalbeteiligung des Staates und die stillen Beteiligungen zurückzukaufen.
3. *Voraussetzungen hinsichtlich des Ausstiegs des Mitgliedstaats aus der Beteiligung an den betroffenen Unternehmen:* Vorlage eines von der DLH ausgearbeiteten Geschäftsplanes nachdem sowohl das Darlehen als auch die Rekapitalisierungsinstrumente bis

²³ [EU-Kommission \(2020\)](#).

2026 abgelöst werden; anderenfalls wird ein Umstrukturierungsplan für die DLH bei der Kommission angemeldet.

4. *Voraussetzungen hinsichtlich der Governance:* Bis zur 75%igen bzw. vollständigen Rückzahlung gilt ein striktes Dividendenausschüttungs- und Aktienrückkaufverbot sowie eine strenge Beschränkung der Vergütung der Geschäftsleitung, einschließlich eines Verbots von Bonuszahlungen.
5. *Verbot der Quersubventionierung und Übernahmeverbot:* Zur Vermeidung ungerechtfertigter, den fairen Wettbewerb beeinträchtigender Vorteile Verbot der Verwendung der DLH-Beihilfe zur Unterstützung integrierter Unternehmen, die sich bereits vor dem 31. Dezember 2019 in wirtschaftlichen Schwierigkeiten befanden; vor diesem Hintergrund zwingt Fremd –im Gegensatz zur Eigenkapital – Aufnahme zur Klärung, ob aufgenommene Mittel aus dem Geschäftsbetrieb zurückgezahlt werden können oder *for general corporate purposes* verwendet werden. Dazu gibt es ein Verbot des Erwerbs von Beteiligungen von mehr als 10 Prozent an Wettbewerbern oder anderen im selben Geschäftsfeld tätigen Unternehmen bis zur 75 %igen Ablösung des Rekapitalisierungsinstrumentes.
6. *Verpflichtungen zur Wahrung des wirksamen Wettbewerbs:* Wegen der beträchtlichen Marktmacht der DLH waren auf ihren überlasteten Drehkreuzen München und Frankfurt die Start- und Landeslots knapp. Zur Wahrung des wirksamen Wettbewerbs sollen dort bis zu 24 Zeitnischen pro Tag sowie damit zusammenhängende weitere Vermögenswerte an Wettbewerber veräußert werden; damit werden Nachteile für die Verbraucher und Wettbewerber verringert.
7. *Öffentliche Transparenz und Berichterstattung:* Zwang zur Veröffentlichung relevanter Informationen über die Verwendung der erhaltenen Beihilfen.

Klar wurde, dass die Finanzierung selbst dort, wo eigenkapitalähnliche Instrumente gewählt wurden, tendenziell der Fremdfinanzierung zuzuordnen ist. Das kann man u.a. daran erkennen, dass während Eigenkapital in der Regel zeitlich unbegrenzt zur Verfügung steht (oder auf Börsen gehandelt wird) und nur einen Anspruch auf Gewinn begründet, Fremdkapital in der Regel terminiert ist und fixe Vergütungsansprüche beinhaltet. Bei den Hilfen an die Lufthansa ist Beides der Fall. Das gleiche gilt für die Auflagen. Diese versuchen relativ detailliert sicherzustellen, dass mit den erhaltenen Rekapitalisierungs- und sonstigen Finanzierungsmitteln keine wettbewerbsverhindernden Maßnahmen finanziert werden. Diesbezüglich ist noch einmal auf die Covenants, mithin Verhaltensaufgaben, aus der Fremdfinanzierung hinzuweisen. Diese sind

klassische Instrumente, um die Freiheit des Managements zu nicht mit den Zielen der Kapitalgeber (z.B. der Steuerzahler:innen) konformem Verhalten einzuschränken, wozu z.B. wettbewerbsverhinderndes Verhalten oder unrentable Managementaktivitäten gehören. Dagegen würden eine EK-Erhöhung für das Management eine Vermehrung der ihnen im eigenen Einflussbereich zur unternehmerischen Disposition stehenden Ressourcen zu Lasten der Steuerzahler:innen bedeuten, die tendenziell nicht von Verhaltensauflagen Externer eingeschränkt werden kann.

Ergänzend werden nachstehend einige Finanzierungsmaßnahmen zu Gunsten der Commerzbank sowie die zugehörigen Auflagen skizziert²⁴:

1. Eine stille Einlage in Höhe von EUR 8,2 Mrd. Der Vertrag über die Stille Einlage sieht sowohl eine feste Verzinsung des gesamten Betrages von 9 % p.a. als auch eine variable, an der ausgeschütteten Dividende orientierte Verzinsung vor.
2. Zurverfügungstellung eines Garantierahmens von EUR 15 Mrd., der zur Besicherung von Inhaberschuldverschreibungen genutzt werden kann; dafür zahlt die Commerzbank eine Vergütung.
3. Zum Ausgleich negativer Wettbewerbsauswirkungen wurden von Deutschland und Commerzbank Maßnahmen vorgeschlagen, die die Veräußerungen von Beteiligungen und anderen Vermögenswerten, Beschränkungen des zukünftigen Wachstums einschließlich der Kerngeschäftsfelder, und Einschränkungen hinsichtlich des Verhaltens der Commerzbank im Wettbewerb und ihres Marktauftrittes umfassen.
 - 3.1. Insbesondere stellt Deutschland sicher, dass die Commerzbank bis zum 30. April 2012 keine Akquisitionen von Finanzunternehmen sowie anderen in potenziellen Wettbewerb stehenden Unternehmen tätigt; dieses Akquisitionsverbot umfasst z.B. den Erwerb von Unternehmen im Wege der Übertragung von Gesellschaftsanteilen und Vermögenswerten als auch den Abschluss anderer Geschäfte, die dem Erwerb dienen.
 - 3.2. In den Marktsegmenten, in denen die Commerzbank eine nicht nur untergeordnete Marktstellung [...] innehat, wird sie für ihre Produkte und Dienstleistungen, insbesondere im Privatkunden- und Firmenkundengeschäft, bis zum [...] keine günstigeren Preise als ihre drei günstigsten Wettbewerber anbieten.

²⁴ [EU-Kommission \(2009\)](#)

- 3.3. Zusicherung des Abbaus von geschäftlichen Aktivitäten und Verkaufes von zahlreichen Beteiligungen (z.B. die Trennung von der EuroHypo); Damit dauerhafter Abbau der Bilanzsumme um rund 45 % und starke Reduzierung der risikogewichteten Aktiva [...]; das Ausmaß der Maßnahmen ist geeignet, etwaige Wettbewerbsverfälschungen zu reduzieren.

Die Kombinationen von Fremdfinanzierungsmaßnahmen und wettbewerbssichernden Auflagen entsprechen sich strukturell in den Fällen Commerzbank und Lufthansa. Im Hinblick auf die Anwendungsmöglichkeiten bei der DB AG ist folgendes relevant: zum einen sind die Finanzierungshilfen, wozu auch Garantien und dergleichen gehören, zeitlich befristet und mit Vergütungen versehen. Des Weiteren gibt es harte Auflagen, die direkte und massive unternehmerische Handlungseinschränkungen bedeuten.

Bei den Veräußerungen (Slots, Beteiligungen) geht es auch um die Verhinderung von wettbewerbsschädlichem Verhalten. Besonders hinzuweisen ist noch auf die Einschränkung der Preispolitik in den Marktsegmenten, in denen die Commerzbank eine mehr als untergeordnete Marktstellung hat. Die Sicherstellung restriktiver Preispolitik, mithin das Verbot günstigerer Preise als bei ihren drei günstigsten Wettbewerbern, ist eine sehr starke Einschränkung, die die Wettbewerbsauflagen direkt operativ werden lässt. Es ist schwer vorstellbar, dass eine solche Auflage mit einer zeitlich unbefristeten, nicht fix vergüteten und auch sonst nicht konditionierten Eigenkapitalerhöhung verknüpft werden könnte.

7. Eigenkapitalentwicklung, Finanzierungsmaßnahmen und Kapitalmarkteinschätzung DB AG

Die DB AG formuliert selbst ihre Unternehmensziele (vgl. DB integrierter Bericht 2018; Lagebericht 10-Jahresübersicht 2018), die direkt mit ihren Finanzierungsmöglichkeiten zusammenhängen. Kompakt ausgedrückt fanden sich diese Ziele in den Integrierten Berichten bis 2018 (im Jahr 2019 sind die Ziele über den Bericht verstreut), die sich bei den Oberzielen aufteilen in: profitabler Qualitätsführer, Top-Arbeitgeber und Umwelt-Vorreiter. Der profitable Qualitätsführer will sich selbst messen nach den Kategorien: Kundenzufriedenheit Reisende, Kundenzufriedenheit Güterverkehr, Produktqualität, angemessene Verzinsung und finanzielle Stabilität. Es gibt keine ebenso parallel nach außen kommunizierten quantitativen Ziele für die DB Netz AG, bis auf die Aussage, dass ein integriertes Kapazitätsmanagement bis 2040 insgesamt eine Kapazitätssteigerung um 30 % ermöglichen soll.

Für ihre Kreditwürdigkeit formuliert die DB AG:

„Die finanzwirtschaftliche Steuerung des DB-Konzerns zielt neben einer nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts auch auf die Einhaltung einer für die Wahrung einer sehr guten Bonitätseinstufung angemessenen Kapitalstruktur. Finanzielle Stabilität ist eine für nachhaltiges Wirtschaften wesentliche Komponente. Für den DB-Konzern als anlagenintensives Unternehmen ist der jederzeitige Zugang zum Kapitalmarkt zu guten Konditionen essenziell. Ein wesentliches Ziel ist es daher, angemessene Verschuldungskennzahlen zu erreichen. Unsere zentrale Kennzahl zur Steuerung der Verschuldung ist die Tilgungsdeckung“²⁵.

Ausweislich ihrer eigenen Lageberichte liegt die DB AG (im Konzern) in allen Zieldimensionen bei profitabler Qualitätsführerschaft seit langen Jahren unterhalb ihrer selbst gesteckten Zielwerte²⁶. Dramatisch ist die Lage bei der angezielten angemessenen Verzinsung des Return on Capital Employed (ROCE). Er lag 2019 bei 4,3 % und 2018 bei 5,8 % gegenüber dem Startwert von 8,3 % im Jahr 2012 und dem Zielwert von 7 % in 2018²⁷; damit wurden die Kapitalkosten vor Steuern um 2,1 % (2019) und 1,2 % (2018) unterschritten. Die finanzielle Stabilität entsprach ebenfalls nicht den DB eigenen Zielen: die Tilgungsdeckung lag in 2019 (15,3 %) und 2018 (17,6 %) weit unterhalb des Zielwertes von 25 % (2018). Der Startwert dieser Kennzahl war 22,2 % im Jahr 2012. Anzumerken ist, dass im Kleingedruckten des Berichtes 2019 die Zielwerte für ROCE auf 6,5 % (gegenüber 7 % in 2018) und für die Tilgungsdeckung auf > 20 % gesenkt wurden (a.a.O., S. 107).

Für die Corona Pandemie wird seitens der DB AG ein hoher Schaden aus zurückgehenden Umsätzen angegeben. Dieses Argument der Verknüpfung von Umsatz und Gewinn ist entgegen dem ersten Anschein nur eingeschränkt valide, wenn man die Entwicklung der DB AG über einen längeren Zeitraum betrachtet. Während der Konzern-Umsatz in den letzten Jahren von 2010 bis 2019 um knapp 30 % wuchs, stiegen die Personalaufwendungen um 56%. Akzeptiert man den Zuwachs bei den Materialaufwänden und abstrahiert von Abschreibungen, dann resultiert aus dieser Entwicklung allein eine Verschlechterung der Rentabilität, die zu großen Teilen selbst gemacht ist, weil Umsatzwachstum mit Renditerückgang durch margenschwache Geschäfte „eingekauft“ wurde.

²⁵ [DB \(2019\)](#).

²⁶ Grundlegende Hintergrundanalyse bieten: Böttger (2016), Böttger (2019) und Böttger (2020).

²⁷ [DB \(2018\)](#).

Das EBIT über diesen Zeitraum ist relativ stabil geblieben, aber bezogen auf den Umsatz sank es von 5,2 % auf 3,1 %²⁸. Zu einem einfachen Vergleich der Entwicklung über die Zeit wird zur Vermeidung von Jahreseffekten das EBIT über drei Jahre gemittelt²⁹. Im Mittel der Jahre 2010 - 2012 lag das EBIT bei 2,19 Mrd. EURO p.a., im Mittel der Jahre 2017 - 2019 betrug es nur noch 1,63 Mrd. EURO p.a. Schreibt man das Verhältnis von Umsatz zu Personalaufwand aus 2010 fort, dann müsste c.p. der Personalaufwand im Jahr 2019 um 3,13 Milliarden geringer ausfallen als die ausgewiesenen 18,16 Mrd. EURO.

Die Renditeverschlechterung über einen so langen Zeitraum korrespondiert zu den schon erwähnten Aktivitäten des DB AG Managements:

- Diversifikationsprogramme
- Investitionsprojekte mit geringen Renditen
- Vermeidung ökonomisch notwendiger Unternehmensrestrukturierungen oder Liquidationen
- problematische Akquisitionen.

Die bisherigen Ausführungen belegen klar, dass bei unveränderter Geschäftsführung auch ohne Corona eine Innenfinanzierung, bei der der Deutschen Bahn AG in einer Periode mehr liquide Mittel zufließen als in der gleichen Periode auszahlungswirksamer Aufwand entsteht, sehr unwahrscheinlich war und ist. Es folgt daraus, dass die Eigenkapitalerhöhung aus versteuertem Gewinnen durch Gewinnzuführung in die Rücklagen unwahrscheinlich ist. Dem Umsatzzuwachs in den letzten Jahren korrespondierten überproportionale Zuwächse beim Aufwand, z.B. beim Personalaufwand.

²⁸ DB (2019)

²⁹ DB (2019)

in Mio. €	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG										
Umsatz	44.430	44.065	42.693	40.557	40.403	39.728	39.107	39.296	37.979	34.410
Gesamtleistung	47.596	47.156	45.593	43.298	43.102	42.422	41.756	41.910	40.436	36.617
Sonstige betriebliche Erträge	3.030	2.998	2.954	2.834	2.772	2.824	2.853	3.443	3.062	3.120
Materialaufwand	-22.262	-22.258	-21.457	-20.101	-20.208	-20.250	-20.414	-20.960	-20.906	-19.314
Personalaufwand	-18.152	-17.301	-16.665	-15.876	-15.599	-14.919	-14.383	-13.817	-13.076	-11.602
Abschreibungen ¹⁾	-3.671	-2.688	-2.847	-3.017	-4.471	-3.190	-3.228	-3.328	-2.964	-2.912
Sonstige betriebliche Aufwendungen ¹⁾	-5.157	-6.088	-5.890	-5.677	-5.750	-5.057	-4.817	-4.719	-4.375	-4.092
Operatives Ergebnis (EBIT)	1.384	1.819	1.688	1.461	-154	1.830	1.767	2.529	2.177	1.817
Ergebnis an at Equity bilanzierten Unternehmen	-12	12	14	33	22	8	3	14	19	17
Übriges Finanzergebnis	-36	-14	-30	-16	0	-3	-15	-13	3	-23
Zinsergebnis ¹⁾	-655	-645	-704	-772	-800	-898	-879	-1.005	-840	-911
Ergebnis vor Ertragsteuern	681	1.172	968	706	-932	937	876	1.525	1.359	900
Jahresergebnis	680	542	765	716	-1.311	988	649	1.459	1.332	1.058
Dividendenausschüttung (für Vorjahr)	650	450	600	850	700	200	525	525	500	-
WERTMANAGEMENT										
EBITDA bereinigt ¹⁾	5.436	4.739	4.930	4.797	4.778	5.110	5.139	5.601	5.141	4.651
EBIT bereinigt	1.837	2.111	2.152	1.946	1.759	2.109	2.236	2.708	2.309	1.866
Capital Employed per 31.12. ¹⁾	42.999	36.657	35.093	33.066	33.459	33.683	33.086	32.642	31.732	31.312
Return on Capital Employed (ROCE) ¹⁾ in %	4,3	5,8	6,1	5,9	5,3	6,3	6,8	8,3	7,3	6,0
Tilgungsdeckung in %	15,3	17,6	18,7	18,1	19,0	20,3	20,8	22,2	22,0	18,8
CASHFLOW/INVESTITIONEN										
Mittelfluss aus gewöhnlicher Geschäftstätigkeit ¹⁾	3.278	3.371	2.329	3.648	3.489	3.896	3.730	4.094	3.390	3.409
Brutto-Investitionen ¹⁾	13.093	11.205	10.464	9.510	9.344	9.129	8.224	8.053	7.501	6.891
Netto-Investitionen ¹⁾	5.646	3.996	3.740	3.320	3.866	4.442	3.412	3.487	2.569	2.072
BILANZ PER 31.12.										
Langfristige Vermögenswerte ¹⁾	53.213	46.646	45.625	45.290	45.199	45.530	43.949	44.241	44.059	44.530
davon Sachanlagevermögen und immaterielle Vermögenswerte ¹⁾	50.485	44.487	43.207	42.575	42.821	43.217	41.811	41.816	41.541	42.027
Kurzfristige Vermögenswerte	12.615	11.881	10.811	11.034	10.860	10.353	8.945	8.284	7.732	7.473
davon flüssige Mittel	3.993	3.544	3.397	4.450	4.549	4.031	2.861	2.175	1.703	1.475
Eigenkapital	14.927	13.592	14.238	12.657	13.445	14.525	14.912	14.978	15.126	14.316
Eigenkapitalquote ¹⁾ in %	22,7	23,2	25,2	22,5	24,0	26,0	28,2	28,5	29,2	27,5
Langfristiges Fremdkapital ¹⁾	32.820	29.104	27.510	28.525	28.091	28.527	26.284	25.599	24.238	24.762
davon Finanzschulden ¹⁾	23.977	20.626	19.716	20.042	19.753	19.173	18.066	17.110	16.367	16.394
davon Pensionsverpflichtungen	5.354	4.823	3.940	4.522	3.688	4.357	3.164	3.074	1.981	1.938
Kurzfristiges Fremdkapital	18.081	15.831	14.688	15.142	14.523	12.831	11.698	11.948	12.427	12.925
davon Finanzschulden ¹⁾	4.716	2.618	2.360	2.439	2.675	1.161	1.247	1.503	1.984	2.159
Netto-Finanzschulden ¹⁾	24.175	19.549	18.623	17.624	17.491	16.212	16.362	16.366	16.592	16.939
Bilanzsumme ¹⁾	65.828	58.527	56.436	56.324	56.059	55.883	52.894	52.525	51.791	52.003

Abb. 1: Entwicklung wichtiger Kennzahlen DB AG (DB, 2019, S. U3)

Wie hat sich das Eigenkapital über das letzte Jahrzehnt entwickelt? Die Ausgangseigenkapitalquote im Jahr 2011 betrug 29,2 %; die Eigenkapitalentwicklung folgt über die Zeit der schwachen Rentabilitätsentwicklung bei absolut konstant bleibendem langfristigem Fremdkapital. Betrag das Eigenkapital im Jahr 2014 noch 14,52 Milliarden EURO, so sank es im Jahr 2015 auf 13,44 Milliarden EURO. Diese Eigenkapitalverringerung ist wesentlich auf die im Jahr 2015 erfolgte Abwertung des Anlagevermögens bei DB Cargo aufgrund geringerer Ertragserwartungen um 1,3 Mrd. EURO zurückzuführen. Ein optisch positiver Nebeneffekt dieser Sonderabschreibung in den Folgejahren war die Verringerung der regelmäßigen Abschreibungen, was das bereinigte EBIT entsprechend - 2016 um ca. 100 Mio. EURO - verbesserte.

Das Eigenkapital im Jahr 2016 betrug dann noch 12,66 Milliarden EURO und wurde erst mit der Zuführung im Jahr 2017 um 1 Milliarde EURO wieder auf 14,24 Milliarden erhöht. Mit der Begebung der Hybridanleihen im Jahr 2019, die nach IFRS als Eigenkapital gewertet werden,

stieg das Eigenkapital dann wieder um 1,992 Milliarden auf 14,93 Milliarden Euro³⁰. Bereinigt man das Eigenkapital aus 2019 um die zuvor erfolgten Zuführungen respektive die Hybridanleihen, die nach HGB komplett als Fremdkapital gezählt werden können³¹, dann ergibt sich ein um 3 Milliarden verminderter Eigenkapitalansatz, mithin eine Eigenkapitalquote von nur noch 18,1 %. Nimmt man entsprechend der Ratingagenturen nur 50% der Hybridanleihen zu den Nettoschulden, dann beträgt die Eigenkapitalquote 19,6% (bei Kündigung dieser Anleihen durch die DB AG müssten diese vom Bund mit Eigenkapital abgelöst werden). Sie ist damit seit 2012 kontinuierlich gesunken. Diese Betrachtung zeigt die Dramatik der Eigenkapitalentwicklung schon lange vor Corona an. Zugleich wird deutlich, dass die vom Haushaltsausschuss des Bundestages definierte Schuldenobergrenze durch diese Art der Finanzierung ausgehebelt wird.

Hingewiesen sei nochmals auf die der Sofortabschreibung von 1,3 Mrd. EURO bei DB Cargo im Jahr 2015 im Jahr 2017 folgende Eigenkapitalerhöhung um 1 Mrd. EURO. Verdeckte Abschreibungsprobleme dieser Art sind auch für die Zukunft nicht auszuschließen und dürfen keinesfalls mit Coronaschäden verwechselt werden. Ein solches Problem könnte u.a. die Änderung der Abschreibungsregelungen im Konzernabschluss ab dem Jahr 2018 sein. Damit einher ging die teilweise große Verlängerung der Nutzungsdauer der Netzinfrastruktur. Durch diese Abschreibungsverringerung wird zwar optisch eine Verbesserung des bereinigten EBIT –allein im Geschäftsjahr 2018 um insgesamt ca. 180 Mio. EURO (BRH 2019a)³² –induziert. Ob diese buchhalterische Nutzungsdauerverlängerung dem in externen und bahninternen Studien ermittelten tatsächlichen Investitionsstau einschließlich Ersatzinvestitionen in zum Teil zweistelliger Milliardenhöhe entspricht, ist mehr als fraglich. Im ungünstigsten Falle „neuer Erkenntnisse“ müssten wieder Sofortabschreibungen gegen das Eigenkapital wie im Jahr 2015 vorgenommen werden.

Wie sehen die Ratingagenturen die Kreditwürdigkeit der DB AG? Die von der DB AG selbst gewählte Messlatte für diese Kapitalmarktbeurteilung hat als wesentliches Ziel:

„...angemessene Verschuldungskennzahlen zu erreichen. Unsere zentrale Kennzahl zur Steuerung der Verschuldung ist die Tilgungsdeckung“.

Der für die Berechnung dieser Tilgungsdeckung³³ zugrunde gelegte und aus dem bereinigten EBIT abgeleitete operative Cash Flow wird bezogen auf die adjustierten Netto-Schulden. Es

³⁰ [DB \(2019\)](#).

³¹ [BRH \(2020\)](#).

³² [BRH \(2019a\)](#).

³³ Zum Berechnungsschema Tilgungsdeckung bei DB AG s. DB (2019), S.110.

wurde schon erläutert, welche positiven Verzerrungen des EBIT allein aus Sofortabschreibungen resp. Nutzungsdauerverlängerungen resultierten; die Verringerung der Verschuldung setzt positive Netto-Liquiditätszuflüsse voraus. Trotz der für den Eigenkapitalgeber teuren Maßnahmen hat sich diese Kennzahl Tilgungsdeckung über die Zeit von 22,2 % im Jahr 2012 auf 15,3 % im Jahr 2019 verschlechtert.

Dementsprechend lautet das Urteil von Moody's in der Credit Opinion von 10/2019, mithin deutlich vor Auftreten von Corona:

*„The a1 BCA is very weakly positioned because of a number of challenges, particularly in terms of profitability as evidenced by very low margins (Moody's Adjusted EBITA margin of 3.1% in 2018), very high Moody's gross adjusted leverage (forecasted to be close to 7.0x in 2019) and negative free cash flow (FCF, an annual deficit of around EURO2 billion), which reflects increasing investments and operational challenges“.*³⁴

Als „Credit challenges“ werden angeführt:

„Continued pressure on profitability, Strained FCF generation because of an intense capital spending programme (and)... Very high leverage for the rating category“.

Dazu wird extra auf Faktoren für ein drohendes Downgrade hingewiesen:

*„A failure to improve the company's operating performance from current levels, with its Moody's-adjusted EBITA margin remaining below 4.5%. Moody's-adjusted debt/EBITDA failing to decrease towards 5.5x from around 7.0x forecast in 2019“.*³⁵

Kurzum: das selbstgesteckte Ziel der DB AG „angemessene Verschuldungskennzahlen zu erreichen“, mithin die „Tilgungsdeckung zur Steuerung der Verschuldung“ adäquat zu gestalten, wurde komplett verfehlt.

Dementsprechend wird das Rating der DB AG als sensitiv gesehen: „to any weakening in the likelihood of support from the German federal government, which we expect to remain high“.

Fitch schreibt gleichlautend in 12/2020, dass nicht die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit, sondern ausschließlich die Verbindung der DB AG zu ihrem alleinigen Eigenkapitalgeber das Ranking bestimmt:

³⁴ [Moody's \(2019\)](#).

³⁵ [Moody's \(2019\)](#).

„ ‚Strong‘ assessment of resource management reflects the lack of constraints regarding resources“³⁶.

Fitch zieht daraus die für die DB AG und deren zukünftige Geschäftsaussichten deprimierende Schlussfolgerung:

„, a default of DB could lead to a reputational risk for Germany...(it) could change investors‘ views of the credibility of Germany“³⁷.

	31/12/20	31/12/20	31/12/20	31/12/20	30/06/2019	31/12/2019	31/12/2020
Revenue (\$ Billion)	\$ 45.5	\$ 45.5	\$ 49.0	\$ 52.3	\$ 52.8	\$ 53.8	\$ 55.7
EBITA Margin	1.7%	2.7%	3.0%	3.1%	2.4%	3.0%	3.7%
EBITA / Average Assets	1.2%	1.8%	2.1%	2.2%	1.7%	2.2%	2.7%
Debt / Book Capitalization	69.0%	71.7%	68.8%	71.2%	72.8%	68.6%	68.4%
Debt / EBITDA	6.2x	6.4x	5.7x	6.2x	7.2x	6.9x	6.2x
FCF / Debt	-4.8%	-1.1%	-6.9%	-3.9%	-5.5%	-9.3%	-6.3%
RCF / Net Debt	20.8%	18.7%	20.8%	18.4%	16.1%	13.1%	14.8%
(FFO + Interest) / Interest Expense	7.5x	7.6x	7.9x	7.6x	7.8x	6.7x	7.5x

Abb. 2: Verschuldungskennzahlen DG AG nach Darstellung Moody´s (Moody´s, 2019)

Mit anderen Worten: Fitch formuliert in 12/2020 für den internationalen Kapitalmarkt die Erwartung, dass die DB AG nicht aus eigenen wirtschaftlichen Kennzahlen kreditwürdig ist, sondern weil es sich der deutsche Steuerzahler:innen nicht leisten könne, sie insolvent gehen zu lassen.

8. Beihilfөлösungen DLH und Commerzbank: Übertragung auf die DB AG

Zusätzliches Eigenkapital verringert im Vgl. zur Fremdkapitalaufnahme die Fremdkapitalquote der DB AG und damit c.p. die Zinsen, die die DB AG finanzieren muss. Mit der Eigenkapitalerhöhung für die DB AG werden zugleich ihre Fremdfinanzierungsmöglichkeiten erhöht. (Zumindest liegt diese Vermutung nahe, wenn man die bisherige Flexibilität zur Veränderung der Schuldenobergrenze durch den Haushaltsausschuss des Bundestages betrachtet, die den Anteil von EK zu adjustierten Nettofinanzschulden jeweils knapp unter 60 % hält³⁸). Die DB AG

³⁶ [Fitch \(2020\)](#).

³⁷ A.a.O.

³⁸ Ermittelt nach: BRH (2019a) und [BRH \(2019b\)](#).

verstärkt dadurch ihren bereits bonitätsbedingten Wettbewerbsvorteil gegenüber den anderen Marktteilnehmern, die keine relevanten Nothilfen erhalten. Diesen Wettbewerbsvorteil durch die Eigenkapitalzuführung könnte die DB AG gezielt wettbewerbsverzerrend nutzen, weil wie z.B. im Prospekt zu den Hybridanleihen formuliert („*The Issuer intends to use the net proceeds from the issuance of the Notes for general corporate purposes of Deutsche Bahn*“),³⁹ EK-Mittel nicht zweckgebunden sind. Diese Nutzung könnte etwa erfolgen durch:

- Verdrängung von Wettbewerbern durch aggressive, defizitäre Preis- und Servicepolitik,
- Expansionspolitik durch Erwerb geschwächter Unternehmen,
- Vermeidung ökonomisch notwendiger Unternehmensrestrukturierungen,
- (Weiter-)Finanzierung dauerhaft defizitärer Produktangebote,
- Selektive Kooperation mit einzelnen Marktteilnehmern.

Nachfolgend werden Überlegungen zu Beihilfeligungen bei der DB AG angestellt. Im Vorfeld der Beihilfegewährung wäre allerdings zu klären, inwiefern die *expressis verbis* nicht für Wachstumsprojekte genutzte Eigenkapitalerhöhung aus Hybridanleihen (s.o.) im Jahr 2019 schon zum Ausgleich von Defiziten bei einigen Unternehmen der DB AG verwendet wurde, mithin die Verwendungsmöglichkeiten für Beihilfen schon vorab eingeschränkt sind⁴⁰. Zudem ist vorab eine grobe Abschätzung des Schadens vorzunehmen, der für den *gesamten „deutschen Eisenbahnmarkt in Summe auf mehr als 2,5 Mrd. EURO für das Jahr 2020“*⁴¹ von der Bundesnetzagentur geschätzt wird, wobei sie der DB AG davon 2 Mrd. EURO zuordnet.

1. Erfüllt sein müssen allgemeine Voraussetzungen: der Erforderlichkeit, der Geeignetheit und des Umfangs der Maßnahmen⁴², der Beteiligung des Mitgliedstaats am Kapital von Unternehmen und der Vergütung, des Ausstiegs des Mitgliedstaats aus der Beteiligung an den betroffenen Unternehmen und der Governance; dazu kommen Verbot der Quersubventionierung und Übernahmeverbot und Verpflichtungen zur Wahrung des wirksamen Wettbewerbs und Sicherung der öffentlichen Transparenz und Berichterstattung⁴³. Aus den Beispielen DLH und Commerzbank folgt: Die Kombinationen von Fremdfinanzierungsmaßnahmen und wettbewerbssichernden Auflagen entsprechen

³⁹ [DB Prospectus \(2019\)](#), S. 19.

⁴⁰ EU-Kommission (2020b) aus dem befristeten Rahmen abgeleitet zur DLH: „darf sie die Beihilfe nicht zur Unterstützung der Wirtschaftstätigkeit integrierter Unternehmen verwenden, die sich bereits vor dem 31. Dezember 2019 in wirtschaftlichen Schwierigkeiten befanden“.

⁴¹ [BNetzA \(2021\)](#), S.20.

⁴² A.a.O.

⁴³ S. zu den Problemen weiterer EK-Erhöpfung und anderer finanzieller Lösungen BRH (2020).

sich strukturell in beiden Fällen und sichern die Interessen der Steuerzahler:innen und Wettbewerber. Auflagen zu Veräußerungen, Boni- und Dividendenverbote bis hin zu Einschränkungen der Preispolitik dienen der Verhinderung von wettbewerbsschädlichem Verhalten.

2. Im Hinblick auf die Anwendungsmöglichkeiten bei der DB AG ist folgendes relevant: zum einen sind die (Fremd-)Finanzierungshilfen, wozu auch Garantien und dergleichen gehören, zeitlich zu befristen und mit Vergütungen zu versehen. Des Weiteren muss es harte Auflagen geben, die direkte und massive unternehmerische Handlungseinschränkungen bedeuten. Die nachstehenden Überlegungen erfolgen vor der Annahme, dass wie bisher vorgesehen die Beihilfen *nicht* auch entsprechend in Ausgestaltung und Umfang an die Wettbewerber ausgezahlt werden.
3. Beginnt man mit dem Verbot der Quersubventionierung und den Verpflichtungen zur Wahrung des wirksamen Wettbewerbs und Sicherung der öffentlichen Transparenz und Berichterstattung, dann liegen folgende Forderungen an die DB AG nahe:
 - Kündigung der Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge,
 - Preisbeobachtungsstelle,
 - Verbot der Boni, solange nicht sichergestellt wird, dass zusätzliches EK aus Beihilfen nicht zu ihrer Finanzierung verwendet wird.
 - Externe Überprüfung der Voraussetzungen hinsichtlich der Erforderlichkeit, der Geeignetheit und des Umfangs der Maßnahmen in den DB AG-Rechenwerken.
4. Weitere wettbewerbssichernde Auflagen können analog zu DLH und Commerzbank sein:
 - Öffnung der Vertriebsportale bahn.de und DB Navigator für alle Wettbewerber sowie die Freigabe aller damit kausal verbundenen Vertriebs- und Tarifdaten und weiterer Daten wie etwa Auslastungsdaten,
 - Eine Übertragung von Trassen – z.B. im SPFV – an Wettbewerber; zur Herstellung der Wirksamkeit dieser Maßnahmen ist der verbesserte Zugang zu hochwertigen Fahrzeugen zwingend.
 - Die Liquidation der Regionalverkehre Start Deutschland GmbH, einer Gesellschaft, die zur Rückeroberung von Marktanteilen gegründet, dabei aber durch die Befreiung von der Konzernumlage mit einem uneinholbaren Kostenvorteil gegenüber Wettbewerbern ausgestattet wurde, der eine unzulässige Quersubventionierung darstellt.

- Denkbar wäre auch, dass dort wo Wettbewerb herrscht, der DB AG die Preisunterbietung der Wettbewerber –z.B. durch Supersparpreise im Fernverkehr –bis zur Rückzahlung der Beihilfen untersagt wird (s. Commerzbankfall, Punkt 3.2.).
5. Zentral sind die zeitliche Begrenzung und Vergütung der Beihilfen, deren Ausgestaltung als Darlehen sowie die Herstellung von Voraussetzungen hinsichtlich des Ausstiegs des Mitgliedstaats; es empfiehlt sich hier, wie im Falle DLH, die Vorlage eines von der DB AG ausgearbeiteten Geschäftsplanes, der aufzeigt, wann das Darlehen zurückgezahlt wird.
 6. Die vorgeschilderten Maßnahmen zur Darlehensrückzahlung können (wie bei der Commerzbank) durch vorab festgelegte Veräußerungen von Beteiligungen und anderen Vermögenswerten, Beschränkungen des zukünftigen Wachstums einschließlich der Kerngeschäftsfelder und Einschränkungen hinsichtlich des Verhaltens der DB AG im Wettbewerb und Marktauftritt genau definiert werden.
 7. Ein sehr wichtiges Gebiet wettbewerbsverhindernden Verhaltens sind die Trassenpreise für Personen- und Güterverkehr⁴⁴. Die Trassenpreise werden maßgeblich durch Eigenkapitalfinanzierung, mithin die Eigenkapitalkosten sowie die Eigenkapitalquote der DB Netz AG bestimmt. Kurzum: jede Eigenkapitalerhöhung, und sei es aus Beihilfen zum Ausgleich von Coronaschäden, die durch Durchreichung von Mitteln aus der DB AG an die DB Netz AG *dort* erfolgt, erhöht die Trassenpreise. Sie erhöht zugleich den Zusatzgewinn der DB Netz AG und – über die Ergebnisabführungsverträge – den der DB AG. Zum Abbau damit einhergehender, gravierender Markteintrittsbarrieren für Wettbewerber bedarf es langlaufender, in die Zukunft wirkender Trassenpreissenkungen; angesichts des hohen Marktanteils der DB AG v.a. im Fernverkehrsmarkt belohnte die nur rückwirkende Trassenpreissenkung v.a. den Incumbent und entlastete die Wettbewerber nur gering.

⁴⁴ S. den Anhang zur genauen Aufklärung des Zusammenhanges zwischen Eigenkapitalquote, Eigenkapitalkosten und Zusatzgewinnen der DB AG und DB Netz AG vor dem Hintergrund von Ergebnisabführungsverträgen.

Literaturverzeichnis

Bundesnetzagentur (2021): „Marktuntersuchung Eisenbahnen 2020“

https://www.bundesnetzagentur.de/SharedDocs/Downloads/DE/Sachgebiete/Eisenbahn/Unternehmen_Institutionen/Veroeffentlichungen/Marktuntersuchungen/MarktuntersuchungEisenbahnen/MarktuntersuchungEisenbahn2020.pdf?__blob=publication-File&v=3, letzter Aufruf am 24.2.2021

Bundesrechnungshof (2020): „Bericht nach § 88 Absatz 2 BHO über aktuelle Erkenntnisse zur wirtschaftlichen Lage und zum Corona-bedingten zusätzlichen Finanzierungsbedarf des DB AG-Konzerns“

<https://www.bundesrechnungshof.de/de/veroeffentlichungen/produkte/beratungsberichte/langfassungen/langfassungen-2020/2020-bericht-aktuelle-erkenntnisse-zur-wirtschaftlichen-lage-und-zum-corona-bedingten-zusaetzlichen-finanzierungsbedarf-des-db-ag-konzerns-pdf>, letzter Aufruf am 24.2.2021

Bundesrechnungshof (2019a): „Bericht an den Haushaltsausschuss des Deutschen Bundestages nach § 88 Abs. 2 BHO zur aktuellen finanziellen Situation der Deutschen Bahn AG“,

<https://www.bundesrechnungshof.de/de/veroeffentlichungen/produkte/beratungsberichte/langfassungen/langfassungen-2019/2019-bericht-aktuelle-finanzielle-situation-der-deutschen-bahn-ag>, letzter Aufruf am 2.3.2021

Bundesrechnungshof (2019b): „Bericht nach § 99 BHO zur strukturellen Weiterentwicklung und Ausrichtung der Deutschen Bahn AG am Bundesinteresse“

<https://www.bundesrechnungshof.de/de/veroeffentlichungen/produkte/sonderberichte/langfassungen-ab-2013/2019/2019-sonderbericht-strukturelle-weiterentwicklung-und-ausrichtung-der-deutschen-bahn-ag-am-bundesinteresse>, letzter Aufruf am 24.2.2021

Böttger C./Mitsch K. (2016): „Zur wirtschaftlichen Lage der DB AG“, in: Zeitschrift für Verkehrswissenschaft, 87(3), S. 211-238

Böttger C. (2019): „Deutsche Bahn in der Dauerkrise“, in: Wirtschaftsdienst 2019, H. 1, S. 2f

Böttger C. (2020): Bahnsektor – Krise trotz erhöhter Finanzmittel, in: Wirtschaftsdienst 2020, H. 3, S. 194–200

Brealey R./Myers St. (1996): Principles of Corporate Finance, New York

Deutsche Bahn (2020): „Integrierter Zwischenbericht 2020 Januar - Juni“, <https://zbir.deutschebahn.com/2020/de/start>, letzter Aufruf am 2.3.2021.

Deutsche Bahn (2019): „Integrierter Bericht 2019“ <https://www.deutschebahn.com/resource/blob/5029910/5bdee6f2cac4fc869ad491d141539be9/Integrierter-Bericht-2019-data.pdf>, letzter Aufruf am 24.2.2021

Deutsche Bahn (2018): „Integrierter Bericht 2018“
https://www.deutschebahn.com/resource/blob/4045194/462384b76cf49fe8ec715f41e4a3202a/19-03-IB_en-data.pdf, letzter Aufruf am 24.2.2021

Deutsche Bahn (2019): „2 Series of Hybrid Notes 2019 Prospectus“

https://ir.deutschebahn.com/fileadmin/Anleihe/20191014_EUR_Hybrid_Prospekt_final.pdf, letzter Aufruf am 24.2.2021

Ehrmann T. (1995): „Die Kapitalstruktur der DBP Telekom“, in: Zeitschrift für öffentliche und gemeinwirtschaftliche Unternehmen, Bd. 18, H. 1 (1995), S. 85-95

Europäische Kommission (2009): „Staatliche Beihilfe N 244/2009 – Commerzbank – Deutschland“, https://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases/231053/231053_1153992_38_2.pdf, letzter Aufruf am 24.2.2021

Europäische Kommission (2020b): „Staatliche Beihilfen: Kommission genehmigt deutsche Maßnahme im Umfang von 6 Mrd. EUR zur Rekapitalisierung der Lufthansa.“ [Pressemitteilung 25.6.2020] https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/IP_20_1179, letzter Aufruf am 24.2.2021

Europäische Kommission (2020a): „State Aid SA.57153 (2020/N) – Germany – COVID-19 – Aid to Lufthansa,“ https://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?proc_code=3_SA_57153, letzter Aufruf am 24.2.2021

Europäische Kommission (2021): „Mitteilung der Kommission. Befristeter Rahmen für staatliche Beihilfen zur Stützung der Wirtschaft angesichts des derzeitigen Ausbruchs von Covid-19.“

https://ec.europa.eu/competition/state_aid/what_is_new/TF_informal_consolidated_version_as_amended_28_january_2021_de.pdf, letzter Aufruf am 24.2.2021

FitchRatings (2020): „Fitch Affirms Deutsche Bahn AG at 'AA'; Outlook Stable“
<https://www.fitchratings.com/research/international-public-finance/fitch-affirms-deutsche-bahn-ag-at-aa-outlook-stable-04-12-2020>, letzter Aufruf am 24.2.2021

Harris, M./Raviw, A. (1991): „The theory of capital structure“, in: Journal of Finance, VOL. XLVI, NO. 1, S. 297-355.

Monopolkommission (2019): „7. Sektorgutachten Bahn. Mehr Qualität und Wettbewerb auf die Schiene“

https://www.monopolkommission.de/images/PDF/SG/7sg_bahn_volltext.pdf, letzter Aufruf am 24.2.2021

Moody's (2019): „Moody's affirms Deutsche Bahn Aa1 ratings, and assigns A2 to proposed hybrid issuance, outlook changed to negative.“

https://www.moodys.com/research/Moodys-affirms-Deutsche-Bahn-Aa1-ratings-and-assigns-A2-to--PR_411207, letzter Aufruf am 24.2.2021

Tufano P. (1997): Business Failure, Judicial Intervention, and Financial Innovation: Restructuring U.S. Railroads in the Nineteenth Century, in: The Business History Review, Spring, 1997, Vol. 71, No. 1 (Spring, 1997), pp. 1- 40

Anhang Eigenkapitalhilfen, Kapitalkosten und Trassenpreise

Die vorab festgelegten Dividendenzahlungen der DB AG an den Bund werden im sogenannten Finanzierungskreislauf Schiene nach der *LuFV* sofort wieder an die DB AG zurückgegeben. Die Dividende wird auf den gesamten Konzern DB AG bezogen. Die Dividendenrendite betrug im Jahr 2018 bei der DB AG: $D/EK_{\text{Konz}} = 450/13592 = 3,3 \%$, die Dividendenrendite des Dax in 2018: 3%. Mit dieser Reinvestition der Dividendenzahlung der DB AG ist keine Eigenfinanzierung der DB AG verbunden, sondern sie muss als Form der Staatsfinanzierung verstanden werden. Zum einen hat der Steuerzahler:innen als Eigentümer prinzipiell ein Recht auf Dividendenzahlungen. Zum anderen ist der Eigentümer frei in der Verwendung dieser Mittel, auch außerhalb des Unternehmens DB AG, z.B. für die Förderung des Wettbewerbs im Eisenbahnsektor. Er geht mit dem Finanzierungskreislauf eine Verpflichtung ein, die ihm zustehenden Dividenden von *allen* Teilfirmen der DB AG – hauptsächlich von der DB Netz AG selbst – nicht nur im Unternehmen, sondern genau für Instandsetzungsinvestitionen in der vorhandenen Schieneninfrastruktur zu verwenden, was einen Einsatz von Steuermitteln impliziert.

Als Grundlage für die Trassenpreisermittlungen sind relevant:

Eigenkapital Netz AG (2019: 40 % Eigenkapitalquote⁴⁵); dieser Wert ist in der Diskretion der DB AG durch Zuordnung der Eigenkapitalerhöhungen (s. DB Cargo Sonder-AfA), $k = \text{Differenz zwischen regulierten Eigenkapitalkosten } e_r \text{ und Fremdkapitalkosten } i$; $m = \text{Marktanteil Nicht-DB AG-EVUs}$, $G_i = \text{Zusatz-Brutto- oder Zusatz-Netto-Gewinn aus Eigenkapital- gegenüber Fremdkapitalnutzung einer Zeitperiode}$, $D = \text{Dividende}$.

Der Zusatz-Bruttogewinn der DB AG - und damit auch der DB Netz - aus Trassenpreisen durch Eigenkapitalfinanzierung der DB Netz AG kommt wie folgt zustande: die einen kalkulatorischen Gewinn beinhaltenden Eigenkapitalkosten sowie die Eigenkapitalquote der DB Netz AG bilden nach den Bestimmungen des Eisenbahnregulierungsgesetzes die Grundlage der von den DB AG EVUs und den Wettbewerbern gezahlten Trassenpreise.

Kurzum: jede Eigenkapitalerhöhung, und sei es aus Beihilfen zum Ausgleich von Coronaschäden, die durch Durchreichung von Mitteln aus der DB AG an die DB Netz AG *dort* erfolgt, erhöht die Trassenpreise. Sie erhöht zugleich, wie nachstehend erläutert wird, den Zusatzgewinn der DB Netz AG und – über die Ergebnisabführungsverträge – den der DB AG.

Die Eigenkapitalkosten sind höher als Fremdkapitalkosten: $k = e_r - i > 0$. Die *Zusatzeinnahmen* aus vermehrter EK-Nutzung mit $A = \text{Eigenkapital Netz AG über Minimalwert}$ (Deckelung wie

⁴⁵ Kritisiert werden die Höhe der EK-Quote sowie eine Deckelung wie in der Energiewirtschaft gefordert in: Monopol (2019) https://www.monopolkommission.de/images/PDF/SG/7sg_bahn_volltext.pdf.

im Energiesektor) sind: $E = k A$; von diesen Einnahmen ist für den *Zusatz-Bruttogewinn* die aus der gesamten DB AG finanzierte Dividende abzuziehen: $G_B = k A - D$; D wird aber sofort wieder rückerstattet; ohne Zinsen für etwaige Zeitverzögerungen von der Dividendenaus- bis zur Wiedereinzahlung ist der *Zusatz-Netto-Gewinn*: $G_N = k A - D + D = k A$; die *Zusatz-Kosten für Wettbewerber* gegenüber Ansatz von Fremdkapitalzinsen bei der Trassenpreisermittlung auf A , den Eigenkapitalansatz Netz AG über *Minimalwert* betragen: $K = - k m A$;

Mit wachsendem Marktanteil werden also die Wettbewerber-EVUs immer stärker zur Finanzierung der Zusatzgewinne der DB AG herangezogen. Die DB AG EVUs müssen „nur“ ihre Überschüsse an das Schwesterunternehmen DB Netz AG transferieren. Eine Erhöhung der Zahlungen von DB EVUs an DB Netz AG aus: $-(1 - m)k A$ bedeutet *uno actu* eine Verringerung der DB EVU-Überschüsse, mithin eine Verringerung dort entstehender etwaiger Dividendenanteile; sie erhöhen aber den Überschuss bei DB Netz AG und damit die Möglichkeit der Dividendenzahlungen an den Bund. Danach, z.B. mit der Dividendenwiedereinzahlung erfolgende „Rückvergütungen“ von DB Netz AG an die DB AG EVUs via Ergebnisabführungen an die Holding ermöglichen die Neutralisierung der konzerninternen Trassenpreiszahlungen; wegen der im Vgl. zu den DB AG EVUs hohen Profitabilität der DB Netz AG liegen diese nahe. Dagegen gehen die Trassenpreiszahlungen der Wettbewerber EVUs definitiv an das Unternehmen DB Netz AG. Um den Ökonomen Nicholas Kaldor dafür zu paraphrasieren: „*Die DB AG verdient, was sie ausgibt, und die Wettbewerber geben aus, was sie verdienen*“. Die Zusatzgewinne aus Corona-Eigenkapitalhilfen für die DB AG wären nur zu vermeiden, wenn diese Zahlungen als Darlehen gewährt würden.