

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

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

## 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)“<sup>1</sup>.
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)<sup>2</sup> 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.

---

<sup>1</sup> [Fitch \(2020\)](#).

<sup>2</sup> [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 Luftansa. 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 % wuchs<sup>3</sup>, 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“<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> [DB \(2019\)](#).

<sup>4</sup> [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 lassen<sup>5</sup>.
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.

---

<sup>5</sup> [Fitch \(2020\)](#).