

---

## Zur wirtschaftlichen Lage der DB AG

VON CHRISTIAN BÖTTGER UND KAY MITUSCH

### 1. Einleitung

Die DB AG hat in ihrem Jahresabschluss 2015 mit einem Jahresfehlbetrag von 1,3 Mrd. € erstmals seit vielen Jahren Verluste ausgewiesen. In der Folge sind die finanzielle Situation und die Strategie des Konzerns wieder verstärkt in die öffentliche Debatte gerückt. Dabei wurde deutlich, dass steigenden Gewinne, die das Management der DB AG seit vielen Jahren in Aussicht gestellt hat, nicht eingetreten sind und möglicherweise auch in Zukunft nicht mehr erwartet werden können. In der Konsequenz wird die Strategie der Ära Mehdorn/Grube hinterfragt, die DB AG zu einem global agierenden Logistikkonzern auszubauen.

In dem nachfolgenden Beitrag wird die wirtschaftliche Lage der DB AG detailliert betrachtet. Nach einem Blick auf den Gesamtkonzern werden die drei klassischen Transportsparten DB Fernverkehr, DB Regio und DB Cargo sowie die Sparten Arriva und DB Schenker Logistik einzeln betrachtet. Es folgen ein zusammenfassender Blick auf die Infrastruktursparten sowie ein Fazit zur Finanzlage des gesamten DB Konzerns. Die Arbeit endet mit einigen Schlussfolgerungen, in denen die jüngsten Sanierungsmaßnahmen der DB AG, die Überlegung zu einer möglichen Privatisierung der Sparten Arriva und Schenker Logistik sowie mögliche weitergehende Schritte angesprochen werden.

Hauptdatenquelle sind die Jahresabschlüsse der DB AG. Seit der Bahnreform von 1994 sind die DB AG und ihre Tochtergesellschaften verpflichtet, Jahresabschlüsse nach handelsrechtlichen Vorschriften zu erstellen. Der Konzernabschluss ist gemäß dem internationalen IFRS Standard zu erstellen, für die Tochtergesellschaften sind die Abschlüsse gemäß deutschem HGB-Standard zu erstellen. Unter bestimmten Umständen kann auf die Veröffentlichung von Einzelabschlüssen verzichtet werden. Die DB AG nimmt diese Befreiungsregelung für einzelne Tochtergesellschaften (z.B. DB Projektbau GmbH, DB Schenker Rail bzw. DB Cargo seit 2014) in Anspruch, ohne dass ein klares Muster erkennbar wäre. Die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich auf den Konzernabschluss, sofern nicht anders vermerkt. Neben den Jahresabschlüssen werden auch weitere Quellen, insbes. die Infrastrukturzustands- und -entwicklungsberichte herangezogen.

---

Anschriften der Verfasser:

Prof. Dr. Christian Böttger  
Hochschule für Technik und Wirtschaft Berlin  
Campus Wilheminenhof, P.-Behrens-Haus 5104  
Ostendstraße 1  
12459 Berlin  
e-mail: christian.boettger@htw-berlin.de

Prof. Dr. Kay Mitusch  
Karlsruher Institut für Technologie  
Waldhornstraße 27  
76131 Karlsruhe  
e-mail: kay.mitusch@kit.edu

Als Ergebnis der Analyse werden Schlussfolgerungen für zukünftige Struktur und Ausrichtung des DB Konzerns abgeleitet.

## 2. Überblick zum DB Konzern

Der DB Konzern hat sich seit der Bahnreform stark verändert. 1999 umfasste er zwei Gesellschaften bzw. Sparten für die Eisenbahninfrastruktur und drei Transportgesellschaften. Hinzu kamen einige überwiegend bahnahe Sparten und Tochtergesellschaften, z.B. für die Telefon- und Datennetze, Fährlinien und die Eisenbahnreklame.

Ab 2001 setzte sich die DB AG unter dem neuen Vorstandsvorsitzenden Hartmut Mehdorn das Ziel, zu einem weltweit agierenden Logistikkonzern aufzusteigen, der zu knapp 50% an die Börse gebracht werden sollte. Diese Zielsetzung war seitens des Eigentümers nie politisch beschlossen worden – es gibt diesbezügliche Beschlüsse weder in Wahlprogrammen oder Koalitionsvereinbarungen noch seitens der Bundesregierung oder des Bundestages. Die Strategie wurde jedoch von der damaligen Bundesregierung aktiv unterstützt. In den Folgejahren akquirierte die DB AG eine Reihe von internationalen Logistikunternehmen, darunter insbesondere Stinnes / Schenker im Jahre 2002. Ab 2008 wurden darüber hinaus größere Investitionen im europäischen Personenverkehr und im internationalen Schienengüterverkehr getätigt. Umgekehrt wurden im Vorfeld des geplanten Börsenganges einige traditionelle Randgeschäfte, z.B. die Eisenbahnreklame, das bahneigene Telefon- und Datennetz und die Ostseefährlinie verkauft.

Gegenüber Öffentlichkeit und Politik hat der Konzern stets versichert, die „Eisenbahn in Deutschland“ bleibe das Kerngeschäft. Abbildung 1 zeigt ein Mission Statement des Konzerns aus dieser Zeit. In Anlehnung daran verwenden auch wir im Folgenden den Begriff „Eisenbahn in Deutschland“, abgekürzt als „EiD“, um diesen Fokus der deutschen Eisenbahnpolitik und -finanzierung von anderen Rand- oder Zusatzaktivitäten abzugrenzen.

**Abbildung 1: Mission Statement DB AG aus dem Jahre 2006. Quelle: Konzern Geschäftsbericht der DB AG 2006, S.3.**



Auch der seit 2009 tätige Nachfolger von Hartmut Mehdorn, Dr. Rüdiger Grube, setzte den Internationalisierungskurs fort, indem er insbesondere die Akquisition des börsennotierten britischen Personenverkehrsunternehmens Arriva betrieb, welches europaweit bei Ausschreibungen des SPNV und im Busverkehr tätig ist.<sup>1</sup>

Tabelle 1 zeigt wesentliche Kennzahlen der Konzernsparten für 2015. Neben dem Umsatz wird die Gewinnkennziffer EBIT angegeben; sie bezeichnet die Differenz aus Umsatz und Aufwand, doch werden die Zins- und Steueraufwendungen noch nicht abgezogen (EBIT = Earnings before Interest and Taxes). Als Investiertes Kapital wird der aktuelle Buchwert der Summe aller Anlagen des Unternehmens bezeichnet. Aus finanzwirtschaftlicher und unternehmerischer Sicht ist die Renditekennziffer ROCE (Return on Capital Employed) besonders bedeutsam. Der ROCE setzt die Gewinnkennziffer EBIT in Relation zum Wert des Investierten Kapitals. Der ROCE muss letztlich die Kapitalkosten des Unternehmens decken; darüber hinaus formulieren viele Unternehmen – so auch die DB AG – Zielgrößen für Rentabilitätskennziffern.

**Tabelle 1: Segmentkennzahlen DB AG 2015 in Mio. €. Quelle: Konzern Geschäftsbericht DB AG 2015, S.96ff und 190f.**

	Umsatz	EBIT (unbereinigt)	Investiertes Vermögen	ROCE %
Fernverkehr	3.951	129	1.208	10,7%
Regio	8.670	669	4.915	13,6%
Cargo	4.767	- 1.546	1.989	-77,7%
Schenker Logistik	15.451	156	2.589	6,0%
Arriva	4.843	253	3.585	7,1%
Fahrweg	5.110	381	18.109	2,1%
Personenbahnhöfe	1.199	254	2.811	9,0%
DB Energie	2.812	66	937	7,0%
Sonstige/Konsolidierung	- 6.400	- 516	- 2.684	
Summe	40.403	- 154	33.459	

Tabelle 1 verdeutlicht zunächst, dass die EiD-fernen Sparten Schenker Logistik und Arriva rund die Hälfte des Umsatzes der DB AG erzielten. Allerdings lieferten Sie nur einen geringen Ergebnisbeitrag.

<sup>1</sup> Lediglich die deutsche Sparte von Arriva musste dabei aus kartellrechtlichen Gründen abgestoßen werden. Sie firmiert seither unter dem Namen Netinera.

Aus der Kennzahl des „Investierten Vermögens“ lässt sich herleiten, welche Summen die DB AG in den vergangenen 15 Jahren in die unterschiedlichen Geschäfte investiert hat. Bei der Sparte Arriva stehen inzwischen fast 3,6 Mrd. €, bei Schenker Logistik knapp 2,6 Mrd. €. Nach Auffassung der Verfasser ist betriebswirtschaftlich zusätzlich zu berücksichtigen, dass der Goodwill beim Kauf von Stinnes/Schenker in Übereinstimmung mit damals geltenden Vorschriften direkt gegen das Eigenkapital gebucht wurde<sup>2</sup>. Der Wert ist nicht eindeutig ausgewiesen, unter Bezug auf die Angaben im Abschluss des DB Konzerns für 2002 gehen wir von einem Betrag von knapp 2,3 Mrd. € aus<sup>3</sup>. Unter Berücksichtigung des Goodwills ergibt sich für Schenker Logistik ein Investiertes Vermögen von 4,9 Mrd. €.

Zusätzlich hat die DB AG in den letzten Jahren auch massiv in den internationalen Schienengüterverkehr investiert. Die Übernahmen von Gesellschaften in mitteleuropäischen Nachbarländern<sup>4</sup> (sogenannte Region „Central“ der DB Cargo) gehören zwar ebenfalls nicht zur EiD im engeren Sinne, doch da im Schienengüterverkehr die langlaufenden, grenzüberschreitenden Verkehre eminent wichtig sind, kann man sie durchaus als „EiD-nah“ bezeichnen und jedenfalls als strategisch sinnvoll betrachten. Zusätzlich wurden jedoch mit Transfesa (Spanien) und EWS (UK) Gesellschaften übernommen, die nur sehr geringe operative Synergien zum Kerngeschäft aufweisen. Ähnliches gilt für die Akquisition der PCC (Polen); derzeit gibt es hier nur wenige grenzüberschreitende Verkehre, und es verlaufen auch keine bedeutenden Korridore des Schienengüterverkehrs zwischen Polen und Deutschland. Insgesamt wurden in die Regionen „East“ und „West“ der DB Cargo, die maßgeblich die Geschäfte der drei genannten Firmen umfassen, seit 2007 ca. 1,5 Mrd. € investiert<sup>5</sup>.

Zusammenfassend kann also festgestellt werden, dass Ende 2015 (inkl. des Schenker Goodwills) ca. 10 Mrd. € in EiD-ferne Sparten investiert waren. In den Eisenbahnsparten in Deutschland hingegen hat sich die Kapitalbindung seit 2006 kaum verändert. In Anlehnung an Abbildung 1 illustriert Abbildung 2 die aktuelle Zusammensetzung des Konzerns, indem sie die einzelnen Sparten den Oberbegriffen Mobility, Logistics und Networks sowie, sofern zutreffend, der EiD zuordnet.

---

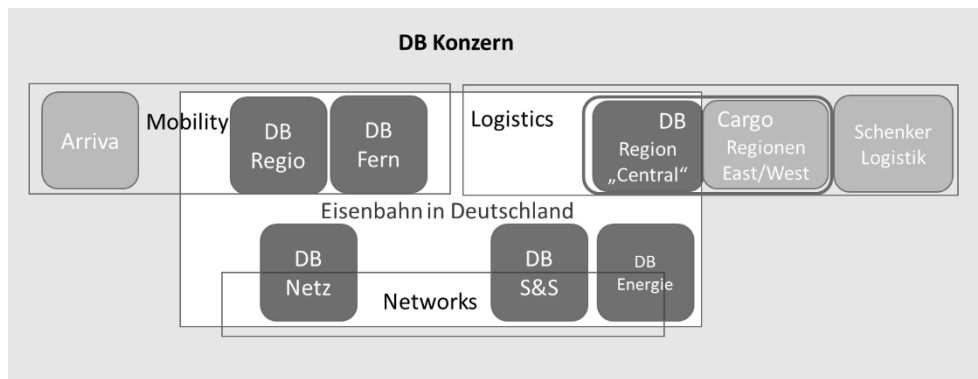
<sup>2</sup> Siehe Geschäftsbericht DB AG 2002, S. 32

<sup>3</sup> Siehe Geschäftsbericht DB AG 2002, S. 139, Ziffer 12

<sup>4</sup> So die Cargosparten der DSB (Dänemark), der NS (Niederlande), BLS (Schweiz) und Nordcargo (Italien).

<sup>5</sup> Dieser Wert ergibt sich aus den entsprechenden Kaufpreisangaben in den Jahresabschlüssen 2007 und den Angaben zu Investitionen in den Regionen East und West, die seit 2010 im Geschäftsbericht veröffentlicht werden

**Abbildung 2: Konzernstruktur der DB AG heute. Quelle: Eigene Darstellung auf Basis DB AG Geschäftsbericht 2006, S. 3. „S&S“ steht für Station und Service.**

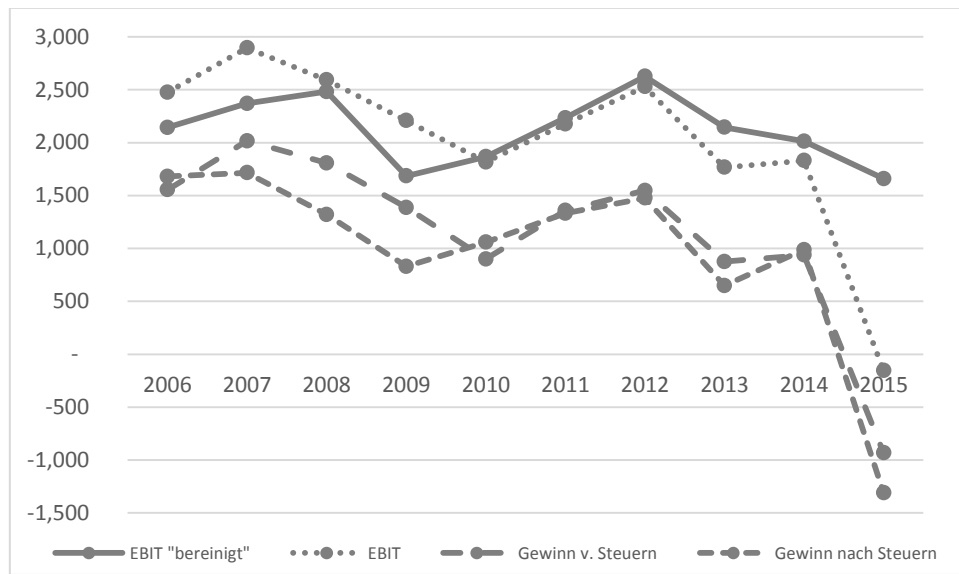


Der Jahresabschluss der DB AG für 2015 hat große öffentliche Aufmerksamkeit geweckt, da erstmals seit vielen Jahren ein Verlust ausgewiesen wurde. In den Jahren zuvor hatte die öffentliche und politische Aufmerksamkeit für die Jahresabschlüsse der DB AG abgenommen. Dabei hat sich die Krise der DB AG mit abnehmenden Gewinnen, steigenden Schulden und steigender Kapitalbindung bereits seit etlichen Jahren abgezeichnet. Dies verdeutlichen die Abbildungen 3 und 4.

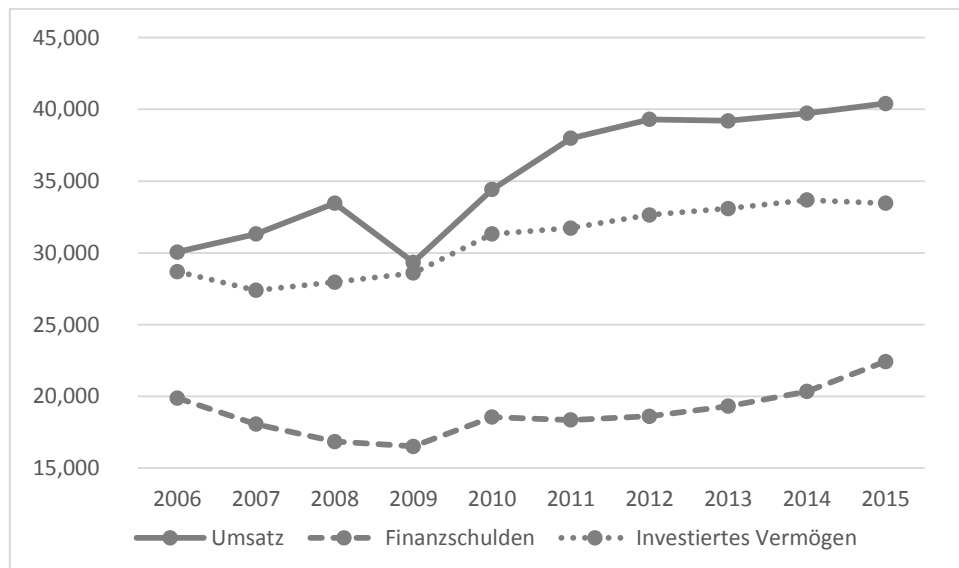
Der für 2015 ausgewiesene Verlust des DB Konzerns ist auf den ersten Blick schockierend. Bei genauerer Betrachtung zeigt sich allerdings, dass die meisten Sparten Gewinne erwirtschaftet haben, die sich im Rahmen der Vorjahresergebnisse bewegen. Die große Ausnahme ist Schenker Rail (neu: DB Cargo). Die in diesem Segment ausgewiesenen Verluste sind allerdings ganz überwiegend nicht im laufenden Geschäft entstanden. Etwa 0,5 Mrd. € Verlust entstehen aus der vollständigen Abschreibung des Goodwills der Sparte. Dieser stammt ganz überwiegend aus den Akquisitionen der internationalen Güterverkehrsunternehmen Transfesa, ESW und PCC. Der Goodwill entsteht bei der Übernahme aus der Differenz zwischen den Buchwerten und dem Kaufpreis. Stellt ein Unternehmen später fest, dass die Erträge diesen Goodwill nicht rechtfertigen, muss er abgeschrieben werden. Es ist also das Eingeständnis, dass eine Beteiligung weniger werthaltig ist als angenommen – der Kaufpreis war also zu hoch. Daneben wurden weitere Abschreibungen auf Anlagevermögen vorgenommen und Restrukturierungsrückstellungen gebildet<sup>6</sup>. All diese Maßnahmen sind letztlich Managemententscheidungen. Sie belasten das Ergebnis für 2015, schaffen aber eine verbesserte Ausgangslage für die Folgejahre, weil Abschreibungen wegfallen und das Investierte Vermögen sinkt.

<sup>6</sup> Siehe dazu DB AG Jahresabschluss 2015, S. 142ff und vor allem S. 203f.

**Abbildung 3: Gewinnkennzahlen der DB AG 2006 – 2015. Quelle Geschäftsberichte der DB AG.**



**Abbildung 4: Umsatz, Finanzschulden und Investiertes Vermögen der DB AG 2006 – 2015. Quelle Geschäftsberichte der DB AG.**



Bei Betrachtung der Konzernkennzahlen fällt des Weiteren auf, dass die DB nur geringe Ertragsteuern zahlt. In den letzten zehn Jahren lag der Ertragssteuersatz durchschnittlich bei 15 %, für die vergangenen fünf Jahre bei 17 %. Die Gründe dafür sind nicht bekannt. Im Rahmen der Privatisierungsdebatte 2006 wurde bekannt, dass die DB AG in den Infrastruktursparten hohe Verlustvorräte aufwies, die steuermindernd eingesetzt werden konnten<sup>7</sup>. Möglicherweise hängt die niedrige Steuerlast auch damit zusammen, dass die DB AG sich weitgehend über eine in den Niederlanden ansässige Tochtergesellschaft finanziert.

Die Transparenz der Jahresabschlüsse der DB AG ist niedrig. Zum einen finden sich über etliche Tochtergesellschaften, für die keine Einzelabschlüsse veröffentlicht werden und deren Lage auch für die öffentliche Debatte von Bedeutung sind (z.B. DB Projektbau, DB Energie, DB Vertrieb), praktisch keine Angaben im Konzern-Geschäftsbericht. Zum anderen nutzt die DB AG extensiv die Möglichkeit der Kennzahlenbereinigung. So enthält die Segmentberichterstattung grundsätzlich nur „bereinigte“ EBIT-Werte. Dabei werden in den letzten Jahren vor allem negative Aspekte „bereinigt“. Dazu gehören z.B. Verluste aus unprofitablen Verkehrsverträgen bei Arriva, Abschreibungen auf überzählige Loks bei Schenker Rail/DB Cargo und von der DB zu zahlende Kartellstrafen. Hingegen werden die Einnahmen aus Schadensersatz nach der Aufdeckung von Kartellen und Gewinne aus dem Verkauf von Immobilien im operativen Geschäft gebucht. Dies erscheint widersprüchlich, wenn nicht gar manipulativ. Die Bereinigungsprozesse werden nur sehr knapp und wenig transparent erläutert<sup>8</sup>.

Im Folgenden werden die Ergebnisse und die Perspektiven der einzelnen Konzernsparten etwas detaillierter erläutert.

### 3. DB Fernverkehr

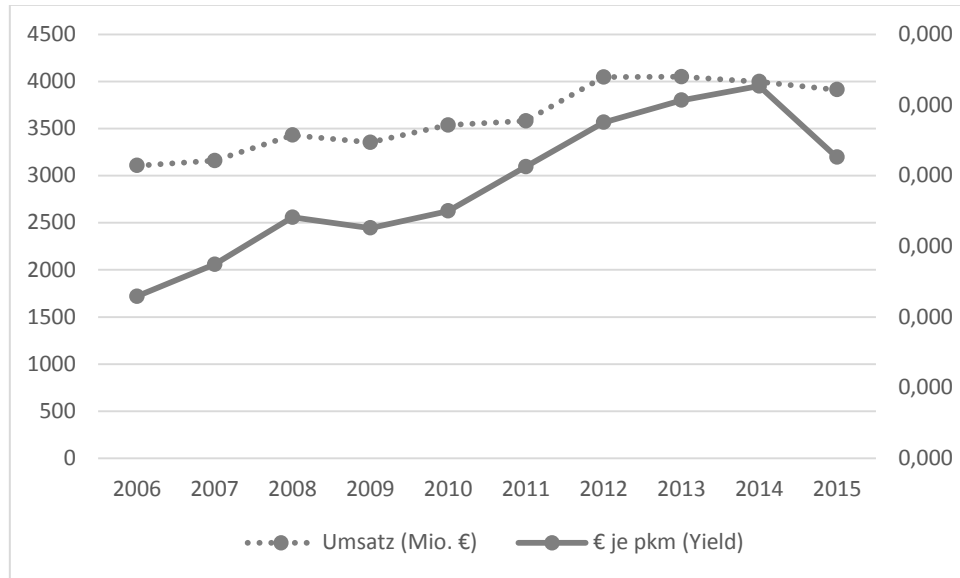
Wie die folgende Abbildung zeigt, stieg der Umsatz des Fernverkehrs von 2006 bis 2012 beachtlich an, stagniert dann jedoch seit nunmehr vier Jahren, mit einem leichten Rückgang in 2015. Der Umsatz je pkm („yield“) ist bis 2014 jährlich gestiegen, doch 2015 ging auch er deutlich zurück.

---

<sup>7</sup> Booz/Allan/Hamilton (2006): Privatisierungsvarianten mit und ohne Netz. Fassung vom 1.3.2006, S. 233.

<sup>8</sup> Siehe DB AG Jahresabschluss 2015, S. 97. Besonders bemerkenswert ist eine Bereinigung in Höhe von 197 Mio. € für den Rückbau von Oberleitungsanlagen stillgelegter Strecken

**Abbildung 5: Umsatz (in Mio. €) und Umsatz je pkm (in Cent) der DB Fernverkehr AG. Quelle: Einzelabschluss der DB Fernverkehr AG 2015.**



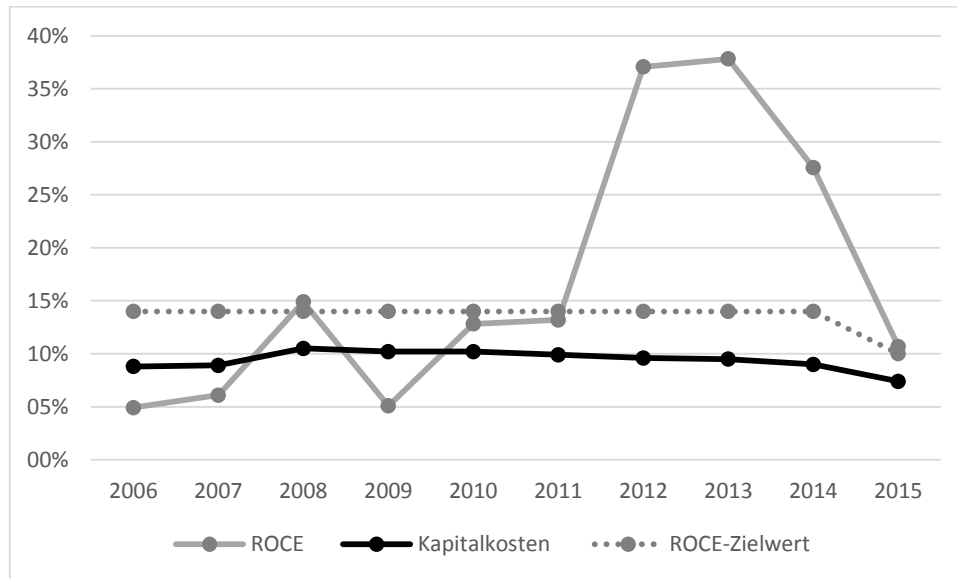
Die DB AG begründet ihre schwieriger gewordene Lage im Fernverkehr mit der seit Anfang 2013 entstandenen Konkurrenz durch die Fernbusse. Bis 2014 war allerdings weder im Umsatz noch im Yield ein entsprechender Einbruch zu verzeichnen; erst 2015 traten Einbußen auf. Neben dem Preisdruck durch den Wettbewerb der Fernbusse ist bei diesen Zahlen auch der sukzessive Ausstieg aus dem Nachtzuggeschäft zu berücksichtigen. Genauere Zahlen für Nacht- und Autozüge weist die DB AG leider nicht aus. Letztmalig wurden im Jahr 2009 Umsatzzahlen für das Nachtzug- und Autozuggeschäft veröffentlicht. Zusammen betrug dieser 233 Mio. €<sup>9</sup>. Dies könnte also einen Teil des Rückganges bei Umsatz und Yield erklären.

Abbildung 6 zeigt den ROCE und seine Vergleichswerte für DB Fernverkehr. Die Entwicklung des ROCE sieht beeindruckend aus, seit 2011 erfüllt der Fernverkehr – als einzige Sparte neben Regio – die ROCE-Ziele des Konzerns. Allerdings ist dabei zu berücksichtigen, dass das Investierte Vermögen in den vergangenen Jahren durch die alternde Fahrzeugflotte stark gesunken ist (von 2,5 Mrd. € in 2006 auf 0,77 Mrd. in 2014 und 1,2 Mrd. in 2015). Die Fernverkehrssparte der DB AG hat in den letzten zehn Jahren kaum neue Fahrzeuge beschafft. Durch die kontinuierliche Abschreibung der Fahrzeugflotte sank das Investierte Vermögen. Dadurch ist der ROCE stark angestiegen.

<sup>9</sup> Jahresabschluss DB ML AG 2009, S. 234



**Abbildung 6: ROCE der Sparte DB Fernverkehr auf Basis des unbereinigten EBITs im Vergleich zu den Kapitalkosten und dem ROCE-Zielwert der DB AG. Quelle: Jahresabschlüsse des DB Konzerns 2006 – 2015.**



Dies wird sich ändern. In den letzten Jahren hat der Fernverkehr zwei große Fahrzeugbestellungen (IC2 und ICE 4) getätigt, die die Flotte erheblich verjüngen werden. Allerdings müssen die Züge finanziert werden. Als Bestellvolumen werden (ohne Optionen) 5 Mrd. € genannt. Zuletzt hat der Fernverkehr ein EBIT zwischen 150 und 350 Mio. € jährlich erwirtschaftet. Geht man von einem günstigen Zins von 3 % und einer Abschreibung über 25 Jahre (= 4 % p.a.) auf ein Invest von 5 Mrd. € aus, ergibt sich eine jährliche Zusatzbelastung von 350 Mio. €. Es wird also deutlich, dass der Fernverkehr vor großen Herausforderungen steht, profitabel zu bleiben. Positiv sollen dagegen die deutlich niedrigen Betriebskosten der neuen Züge wirken.

Abgesehen von der Belastung der Ergebnisrechnung müssen die neuen Züge auch finanziert werden. Derzeit ist nicht erkennbar, wie der Konzern dieses Invest aus selbst erwirtschafteten Mitteln bereitstellen kann.

Der Fernverkehr steht nicht nur finanziell, sondern auch betrieblich vor erheblichen Herausforderungen. Die Pünktlichkeit ist von 2011 bis 2015 von 80 % auf 74,4 % gefallen<sup>10</sup>, obwohl das Thema seit Jahren im Fokus des Managements steht. Die Suche nach den Ursachen gestaltet sich schwierig. Immer wieder erwähnt werden das steigende Anlagenalter der

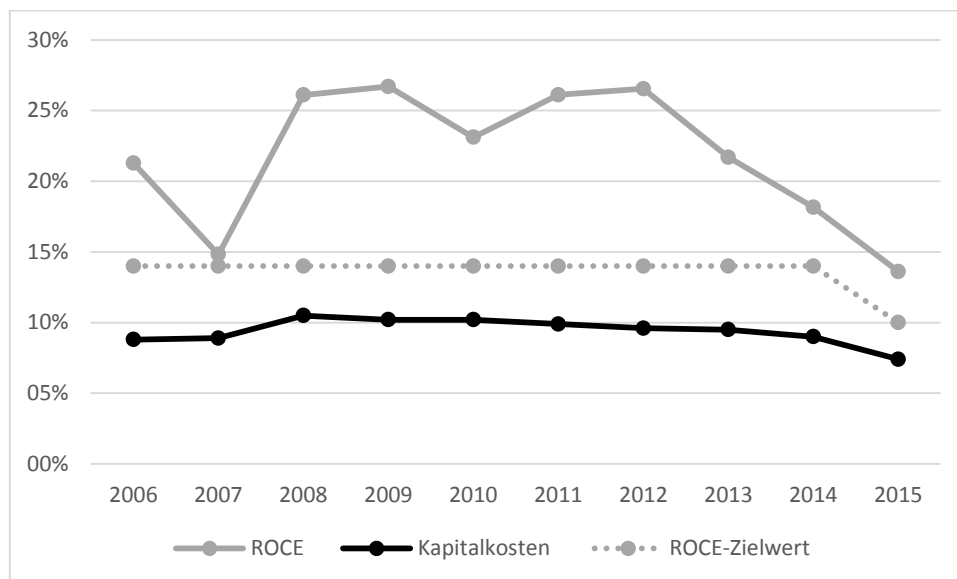
<sup>10</sup> 5-min Pünktlichkeit, Quelle: Geschäftsberichte DB Fernverkehr AG 2011 - 2015

Infrastruktur, die Alterung der Fahrzeugflotte, insbesondere die IC-Wagen sowie eine Strukturverschiebung in der Infrastrukturnutzung: Die Hauptachsen und Zufahrten in die Knoten werden immer stärker nachgefragt, während die Trassennachfrage in der Fläche eher stagniert oder gar sinkt. Mit der jetzt getätigten Bestellung von Neufahrzeugen und der erhöhten Mittelbereitstellung für die Infrastruktur dürfte sich das Verspätungsproblem etwas abmildern, doch hinsichtlich der Überlastung von Hauptachsen und Knoten ist eine Lösung weiterhin nicht in Sicht. Eine Maßnahme bestand darin, die Regelfahrzeiten zu verlängern. Das mindert den Effekt abnehmender Pünktlichkeit, allerdings sinkt damit die Attraktivität relativ zu anderen Verkehrsträgern.

#### 4. DB Regio

DB Regio ist seit vielen Jahren die wichtigste Gewinnquelle des DB Konzerns. Der EBIT liegt seit zehn Jahren zwischen 650 und 900 Mio. € (mit Ausnahme von 2007). Es ist die einzige Sparte des DB Konzerns, die ihr ROCE-Ziel jedes Jahr übertroffen hat; siehe Abbildung 7.

**Abbildung 7: ROCE der Sparte Regio auf Basis des unbereinigten EBITs im Vergleich zu den Kapitalkosten und dem ROCE-Zielwert der DB AG. Quelle: Geschäftsberichte der DB AG 2006 – 2015.**

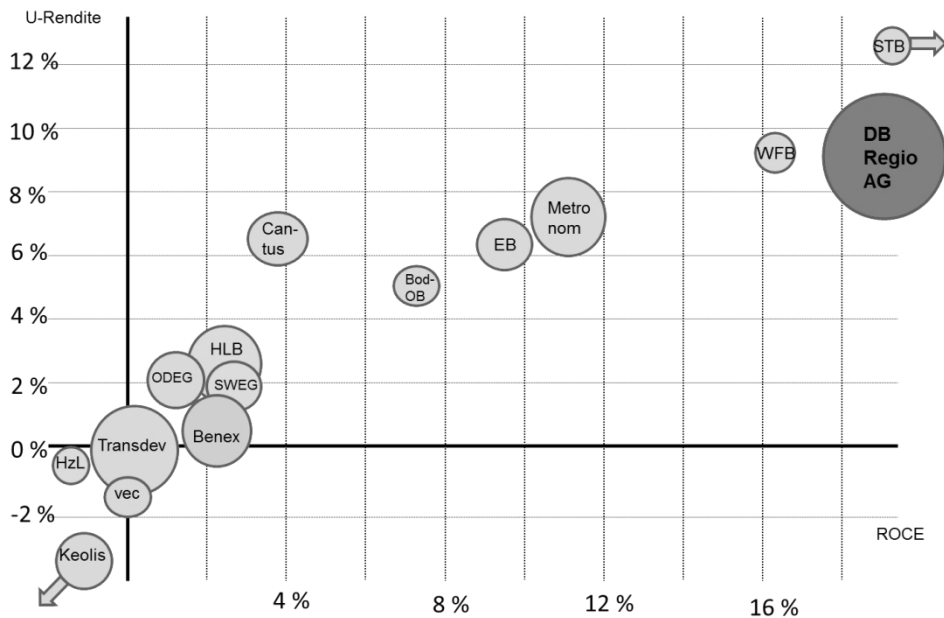


Dies liegt an den substanziellen Bundessubventionen, die der Regionalverkehr seit der Bahnreform erhält. Stellte der Regionalverkehr vor der Bahnreform noch ein Sorgenkind der Bahn dar, wurde mit der Bahnreform die Finanzierung des Regionalverkehrs neu ge-

ordnet. Kern war die Einführung eines „Bestellerprinzips“. Die Länder erhalten vom Bund Regionalisierungsmittel, mit denen sie SPNV bestellen konnten. Am Beginn erklärte sich die DB AG bereit, für einen Zuschuss von 4,3 Mrd. € sämtliche Bestandsverkehre weiter zu betreiben. Darüber hinaus erhielten die Länder weitere 2 Mrd. € zur Ausweitung der Angebote und für andere Aufgaben. Seitdem stiegen die Regionalisierungsmittel stetig an. Mit der Bund-Länder-Einigung vom Juni 2016 sollen sie 2017 auf 8,2 Mrd. Euro angehoben werden und für 15 Jahre mit einer Dynamisierung von 1,5 % p.a. weiter steigen.

DB Regio hat bei der Bahnreform den gesamten Regionalverkehr mit auskömmlichen Zuschüssen aus den Regionalisierungsmitteln übernommen. Von dieser Ausgangslage aus wurden mit aufkommendem Wettbewerb erhebliche Kosteneinsparungen realisiert. Dabei kam der DB AG zugute, dass etliche Bundesländer sehr zögerlich waren und teilweise noch sind, Verkehre im Wettbewerb auszuschreiben. Bei den Verkehren, die wettbewerblich vergeben werden, sinken i.A. die Zuschüsse deutlich. DB Regio profitiert bis heute vor allem von den Leistungen, die sie ohne wettbewerbliche Vergaben erhalten hat. Dies zeigt sich deutlich in den Margen der Wettbewerber, die klar unter denen von DB Regio liegen, die in Abbildung 8 gezeigt werden.

**Abbildung 8: Umsatzrendite und ROCE (unter Berücksichtigung von Leasingverpflichtungen) der SPNV-Betreiber in Deutschland, jeweils Fünfjahresdurchschnitt 2010-2014. Quelle: eigene Berechnung auf Basis der Geschäftsberichte der untersuchten Unternehmen.**



Jede Branche hat einen typischen Kapitalbedarf, entsprechend ist zu erwarten, dass das Verhältnis von Umsatzrendite und Kapitalrendite bei allen Unternehmen eines Marktes ungefähr gleich ist. Im SPNV wird dies dadurch gestört, dass viele Betreiber im SPNV ihre Fahrzeuge leasen. Leasingverpflichtungen sind derzeit nicht in der Bilanz auszuweisen, müssen allerdings im Anhang des Jahresabschlusses genannt werden. Das bilanziell sichtbare Vermögen liegt in diesem Fall sehr niedrig. Um eine Vergleichbarkeit herzustellen, wurden für die Auswertung in Abbildung 8 die Leasingverpflichtungen zum investierten Vermögen hinzugerechnet. Die Grafik zeigt, dass DB Regio, egal welche Kennzahl herangezogen wird, deutlich höhere Renditen erwirtschaftet als marktüblich. Hier wirken bis heute die hohen Margen aus den Altverträgen, die ohne Wettbewerb direkt an die DB AG vergeben wurden.

Bis heute ist umstritten, welche Kennzahl zur Beurteilung der Gewinne von Verkehrsunternehmen besser geeignet ist. Deutsche Gerichte haben zuletzt in mehreren Urteilen zur Angemessenheit des Gewinnes bei ÖPNV-Konzessionen die Umsatzrendite als Kennzahl herangezogen<sup>11</sup>. Kapitalmarktorientierte Ökonomen sehen grundsätzlich die Verzinsung des eingesetzten Kapitals (ROCE) als zentrale Kennzahl an. Diese Perspektive findet sich auch in der neuen EU-Richtlinie zu Dienstleistungskonzessionen<sup>12</sup>. Die Verkehrsverwaltung von Singapur hat bei der Überarbeitung ihrer ÖPNV-Konzessionen festgestellt, dass bei Dienstleistungskonzessionen, bei denen das Anlagevermögen von Dritten bereitgestellt wird (sogenannte „Asset Light-Modelle“) die Kapitalrendite nicht geeignet sei. Stattdessen wird auf Basis internationaler Vergleiche eine Ziel-Umsatzrendite von 5 % als Orientierungswert verwendet<sup>13</sup>.

Es ist absehbar, dass DB Regio in Zukunft Probleme haben wird, die bisherigen Margen weit über Marktniveau zu halten. Inzwischen besteht eine Pflicht zur Ausschreibung aller SPNV-Leistungen, freihändige Vergaben sind nur noch begrenzt zulässig. Zwar haben einige Bundesländer, insbesondere durch Vorgaben zur Fahrzeugbereitstellung, Wege gefunden, Ausschreibungen durchzuführen, bei denen nur DB Regio bietet. In Summe wird die DB AG aber in erheblichem Umfang Verkehrsleistungen verlieren. Von Ende 2016 bis Ende 2020 wird DB Regio aus bereits abgeschlossenen Vergabeverfahren ca. 50 Mio. zkm (von heute 460 Mio. zkm) an Wettbewerber abgeben und 4 Mio. zkm zurück gewinnen. Auch bei den Leistungen, die die DB Regio halten kann oder zurückgewinnt, werden die Margen sich dem Marktniveau annähern. Entsprechend wird die Ertragskraft von DB Regio deutlich sinken.

---

<sup>11</sup> Siehe VG Minden, Urteil (10.10.2014 (Az. 7 K 2436/12) und VG Münster, Urteil (25.9.2014, Az. 10 K 2545/11)

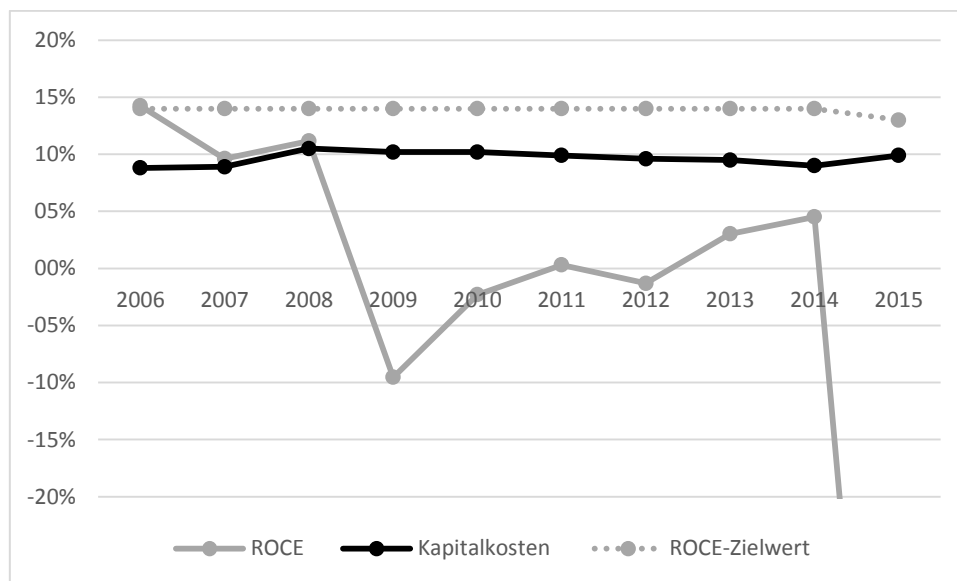
<sup>12</sup> Siehe z.B. auch EU-Richtlinie 23/2014 (Konzessionsvergabe), Artikel 18

<sup>13</sup> Siehe Land Transport Authority (2016): SMRT Trains and SMRT Light Rail to Transit to New Rail Financing Framework, Ziffer 11

## 5. DB Cargo

Die Sparte Schienengüterverkehr der DB AG – jüngst wieder umbenannt von DB Schenker Rail zu DB Cargo – ist derzeit das wohl größte Sorgenkind des Konzerns. Die Sparte erwirtschaftet seit Jahren keine angemessenen Gewinne, teilweise sogar Verluste. Der dramatisch wirkende Verlust, der für 2015 ausgewiesen wurde, beruht allerdings überwiegend aus der Abschreibung des Goodwills aus den internationalen Akquisitionen und aus Restrukturierungsaufwendungen (siehe Abschnitt 1). Dieser einmalige Verlust verbessert die Perspektiven für die kommenden Jahre deutlich. Allerdings zeigt die Analyse der DB AG, dass DB Cargo strategisch und betrieblich vor dramatischen Problemen steht. Die Kostenbasis liegt deutlich über der des Wettbewerbs, die Pünktlichkeit ist schlecht, und die DB Cargo ist stark in schrumpfenden und nur schwach in wachsenden Geschäftsfeldern vertreten.<sup>14</sup>

**Abbildung 9: ROCE der Sparte Schenker Rail / DB Cargo auf Basis des unbereinigten EBITs im Vergleich zu den Kapitalkosten und dem ROCE-Zielwert der DB AG. Quelle: Geschäftsberichte der DB AG 2006 – 2015.**



Die Aussichten der Sparte sind schwierig. Seit Jahrzehnten wirkt der Güterstruktureffekt hin zu kleineren, leichteren und in logistische Prozesse eingebundenen Transporten gegen den Güterverkehr auf der Schiene. Der in den nächsten Jahren anstehende Rückgang der Kohleverstromung wird diese Strukturverschiebung weiter beschleunigen. Aufgehalten wurde die negative Entwicklung seit den 90er Jahren durch das außerordentlich starke

<sup>14</sup> Siehe DB AG 2016: Zukunft Bahn, Informationsbroschüre, S. 32f

Wachstum der Seehafenhinterlandverkehre, welche auch viele langlaufende und bahnaffine Verkehre enthielten. Diese Verschiebung der Verkehrsleistungen belastet das Netz stark, da diese neuen Leistungen überwiegend über die Hauptstrecken abgewickelt werden müssen, die bereits vorher stark belastet waren. Seit einigen Jahren wächst allerdings auch dieser Markt nur noch langsam. Grundlegende Innovationen wie automatische Kupplungen konnten im europäischen Bahnsektor nicht umgesetzt werden. Der seit Ende 2014 um mehr als 50% gefallene Ölpreis belastet die Eisenbahn im intermodalen Wettbewerb zusätzlich. Hinzu kommen die jüngste Senkung der LKW-Maut und die gleichzeitig steigende EEG-Umlage für Bahnstrom. Allerdings sind diese ungünstigen Rahmenbedingungen nicht die einzige Ursache für die schwere Krise der Sparte. Ein erheblicher Teil der zuvor erwähnten Managementprobleme ist hausgemacht. Darüber hinaus stecken die Auslandsbeteiligungen der DB im Schienengüterverkehr (Spanien, England, Polen) offenbar tief in der Krise, wengleich die veröffentlichten Zahlen hierzu keine detaillierten Auswertungen ermöglichen.

Das aktuelle Restrukturierungskonzept der DB Cargo sieht eine starke Neuordnung des Produktionssystems, verbunden mit einer weiteren Reduktion der Flächenbedienung im Einzelwagenverkehr vor. Allerdings weist der Einzelwagenverkehr starke Netzcharakteristika auf. Jede Standortschließung schwächt das Netz weiter. Neben den nachvollziehbaren wirtschaftlichen Erwägungen der DB Cargo hat dieser Rückzug auch eine verkehrspolitische Komponente, über die aktuell politisch gestritten wird.

Intramodal steht DB Cargo im Wettbewerb mit kleineren Anbietern mit deutlich geringeren Kosten. Grundsätzlich sind die Margen der Betreiber im Schienengüterverkehr in Deutschland bei allen Marktakteuren niedrig. Für 2014/15 betrug der durchschnittliche Gewinn vor Steuern für zwölf große Wettbewerbsbahnen 0,8 %.<sup>15</sup>

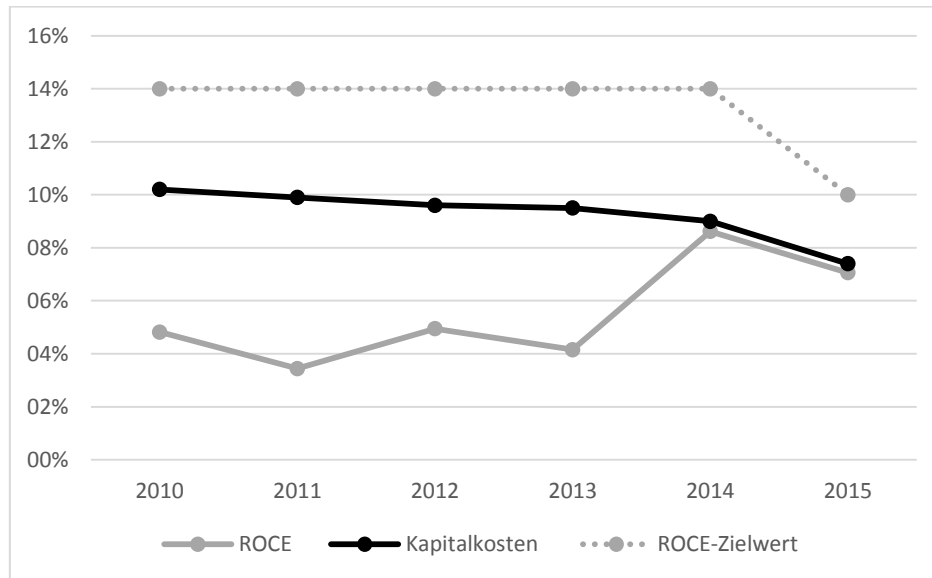
Mit den in 2015 getätigten Sonderabschreibungen, insbesondere für Goodwill und den Restrukturierungsrückstellungen hat DB Cargo finanziell etwas Luft gewonnen. Angesichts der anstehenden Herausforderungen wird es jedoch schwierig sein, in absehbarer Zeit die Kapitalkosten zu verdienen.

## 6. Arriva

Die Sparte Arriva, in der die ausländischen Personenverkehrsbeteiligungen gebündelt sind, wird derzeit im DB Konzern als „Ertragsperle“ bezeichnet. Kern der Sparte ist die britische Arriva, die 2011 von der DB AG übernommen und von der Börse genommen wurde. In den letzten Jahren wurde die Sparte durch weitere Akquisitionen im Busbereich weiter verstärkt. Allerdings ist die Einordnung von Arriva als Ertragsperle nicht nachvollziehbar. Seit der Übernahme hat Arriva ihre Kapitalkosten noch nie verdient und den ROCE-Zielwert des Konzerns noch nie erreicht. Dies zeigt Abbildung 10.

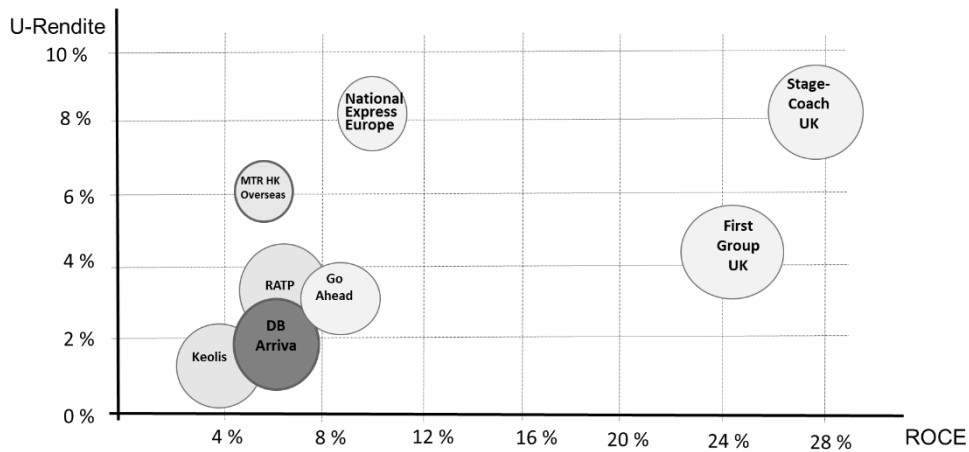
<sup>15</sup> Eigene Auswertung der Geschäftsberichte von zwölf größeren, in Deutschland aktiven Wettbewerbsbahnen, deren – nicht verkürzter – Jahresabschluss im Bundesanzeiger veröffentlicht wird.

**Abbildung 10: ROCE der Sparte Arriva auf Basis des unbereinigten EBITs im Vergleich zu den Kapitalkosten und dem ROCE-Zielwert der DB AG. Quelle: Geschäftsberichte der DB AG 2010 – 2015.**



Auch im Vergleich mit internationalen Vergleichsunternehmen schneidet Arriva schlecht ab: Abbildung 11 zeigt, dass Umsatzrendite und ROCE von Arriva weit hinter denen von börsennotierten Wettbewerbern zurück liegen.

**Abbildung 11: Umsatzrendite und ROCE international tätiger Verkehrsunternehmen, Durchschnittswerte 2011 – 2015. Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Geschäftsberichte 2011 – 2015. Im Capital Employed wurden die nicht in der Bilanz ausgewiesenen Leasing-Verpflichtungen jeweils ergänzt.**



Anfangs hat die DB AG stets auf die großen Synergien zwischen Arriva und den anderen Geschäften des Konzerns verwiesen<sup>16</sup>. Inzwischen ist davon kaum noch die Rede. Trotz der unbefriedigenden Ergebnislage und der Tatsache, dass Arriva deutlich geringere Erträge erwirtschaftet als Wettbewerbsunternehmen, möchte die DB AG an der Beteiligung festhalten. Im Rahmen der Sanierungsplanung dieses Jahres war zwar der Verkauf einer Minderheitsbeteiligung erwogen worden, doch wurde dieser Plan inzwischen wieder verworfen (Details hierzu siehe unten).

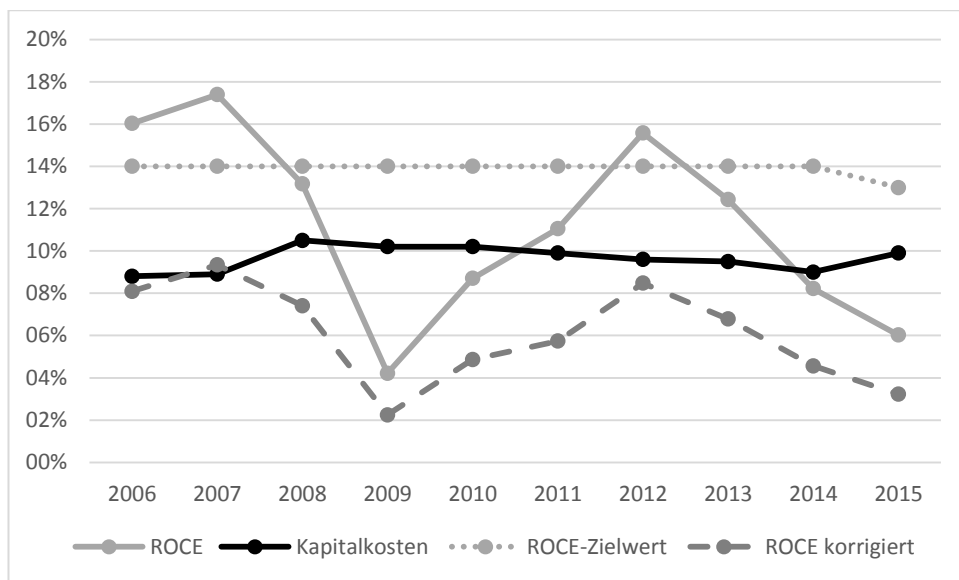
## 7. DB Schenker Logistik

DB Schenker Logistik ist die umsatzstärkste Sparte des DB Konzerns. Kern der Sparte war die Stinnes Gruppe, die 2002 übernommen wurde. Seither wurde das Logistikgeschäft durch eine Fülle weiterer Akquisitionen ausgebaut und trägt heute über ein Drittel zum Konzernumsatz bei. Die Profitabilität ist jedoch mäßig. Die Sparte hat in den letzten Jahren durchschnittlich ein unbereinigtes EBIT von knapp 300 Mio. € mit leicht fallender Tendenz erwirtschaftet.

<sup>16</sup> z.B. DB AG Geschäftsbericht 2010, S. 108



**Abbildung 12: ROCE der Sparte Schenker Logistik auf Basis des unbereinigten E-BITs im Vergleich zu den Kapitalkosten und dem ROCE-Zielwert der DB AG. Der korrigierte ROCE-Wert berücksichtigt den Goodwill von 2,2 Mrd. € aus dem Stinnes-Kauf. Quelle: Geschäftsberichte der DB AG 2006 – 2015.**

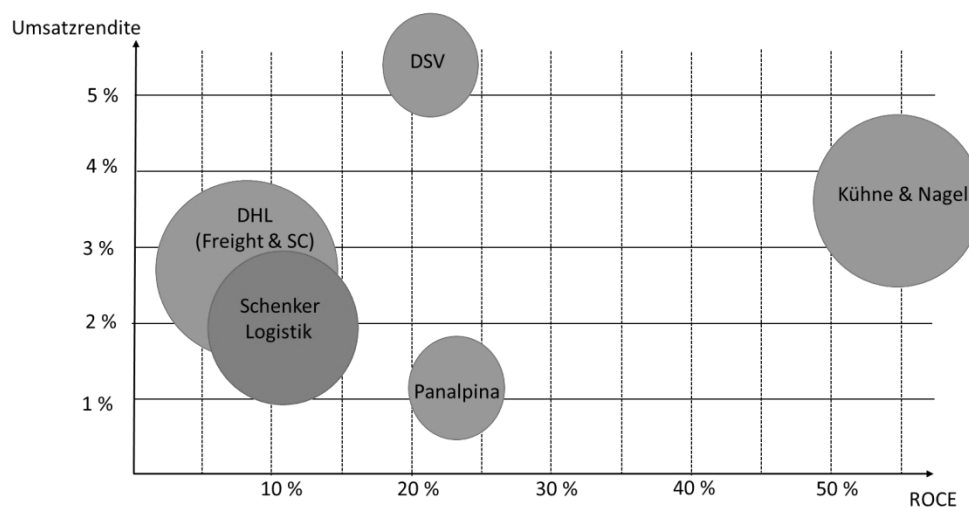


In Abbildung 12 beruht die Linie „ROCE“ auf den offiziellen Werten aus der Segmentberichterstattung des DB Konzerns. Sie zeigt, dass Schenker Logistik in guten Jahren seine Kapitalkosten verdient und in einigen Jahren sogar den ROCE-Zielwert der DB AG erreicht hat. Es gibt aber auch schlechtere Jahre, in denen beides nicht der Fall war, so auch im Jahr 2015. Diese Schwankungen laufen naturgemäß parallel zu den Schwankungen der ROCE der Güterverkehrssparte (Abbildung 9 oben). Das bedeutet, dass Schenker Logistik das Ertragsrisiko des ganzen DB Konzerns verstärkt.

Nach Auffassung der Verfasser ist bei einer betriebswirtschaftlich korrekten Betrachtung der Goodwill zu berücksichtigen, der beim Kauf der Stinnes Gruppe angefallen ist. Dieser wurde im Jahr der Akquisition unter Nutzung eines damals geltenden Wahlrechtes nach HGB komplett gegen das Eigenkapital gebucht. Abbildung 12 zeigt als „ROCE korrigiert“ den ROCE, der sich ergeben würde, wenn diese Goodwill-Abschreibung in Höhe von 2,2 Mrd. € nicht getätigt worden wäre und entsprechend der Goodwill weiterhin als Vermögenswert in der Bilanz stehen würde. Es zeigt sich, dass auch die Akquisition von Schenker Logistik betriebswirtschaftlich kaum als Erfolg zu werten ist, denn die Kapitalkosten wurden nur einmal erwirtschaftet, der ROCE-Zielwert des Konzerns wurde nie erreicht und die Schwankungen sind etwas abgeschwächt auch in dieser Reihe sichtbar.

Auch im Vergleich zur Profitabilität von Wettbewerbsunternehmen steht die Sparte nicht gut da. Fast alle relevanten Wettbewerber erwirtschaften höhere Umsatzrenditen und teilweise erheblich bessere ROCE-Werte, wie die folgende Abbildung zeigt.

**Abbildung 13: Umsatzrendite und ROCE internationaler Logistikunternehmen, Durchschnittswerte 2011 – 2015. Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Geschäftsberichte 2011 – 2015.**



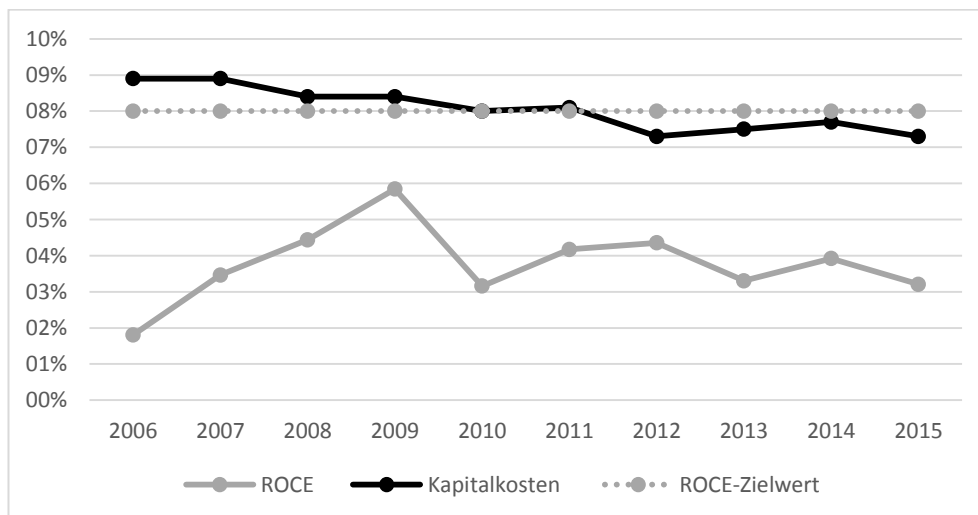
Seit vielen Jahren begründet die DB AG die strategische Logik der Eigentümerschaft an einem Logistikunternehmen stets mit den großen Synergien, die sich mit Schenker Rail / DB Cargo ergeben würden. Allerdings fällt auf, dass kaum andere Marktakteure eine derartige Struktur aufweisen. Angesichts der wirtschaftlichen Lage lässt sich die DB Strategie kaum als Erfolgskonzept bezeichnen. Trotzdem möchte die DB AG an der Beteiligung festhalten. Im Rahmen der Sanierungsplanung dieses Jahres war zwar der Verkauf einer Minderheitsbeteiligung erwogen worden, doch wurde dieser Plan inzwischen wieder verworfen (Details hierzu siehe unten).

## 8. Die Infrastruktursparten der DB

Die Infrastruktur der DB AG wird in der Segmentberichterstattung weiter aufgegliedert. Für DB Netz und DB Station und Service liegen vollständige Segmentdaten vor. Für DB Energie werden eingeschränkte Angaben veröffentlicht, zudem liegen die Einzelabschlüsse der DB Energie GmbH vor. Deren Werte gehen in das Segment Beteiligungen/Sonstige ein, welches auch die Zahlen der DB Bahnbau und der DB Projektbau enthält.

Die drei Infrastruktursparten, für die Zahlen ausgewiesen werden (Netz, Station&Service, Energie) haben in den letzten Jahren stets erhebliche Gewinne erwirtschaftet, zusammen erzielten sie in den Jahren 2011 bis 2015 ein durchschnittliches EBIT von über 800 Mio. € pro Jahr. Mit rund 22 Mrd. € entfallen allerdings auch zwei Drittel des gesamten Investierten Vermögens des Konzerns auf diese Sparten. Deshalb werden die von der DB AG angegebenen Kapitalkosten nicht gedeckt und schon gar nicht die ROCE-Ziele erreicht, siehe Abbildung 14.

**Abbildung 14: ROCE der Infrastruktursparten Netze Fahrweg, Station & Service und Energie zusammen genommen, auf Basis der unbereinigten EBITs. Zum Vergleich Kapitalkosten und ROCE-Zielwert der DB AG. Quelle: Geschäftsberichte der DB AG 2006 – 2015.**



Mit der Bahnreform von 1994 wurde die vorhandene Infrastruktur pauschal teilabgeschrieben. In den vergangenen Jahren hat die DB AG jährlich knapp 1 Mrd. € an Eigenmitteln in die Infrastruktur investiert, während rund 4 Mrd. € vom Bund bereitgestellt wurden. Diese Investitionen des Bundes sind bilanziell nicht sichtbar. In der ab 2015 geltenden LuFV II wird die Eigenbeteiligung der DB AG an den Ersatzinvestitionen weiter reduziert.

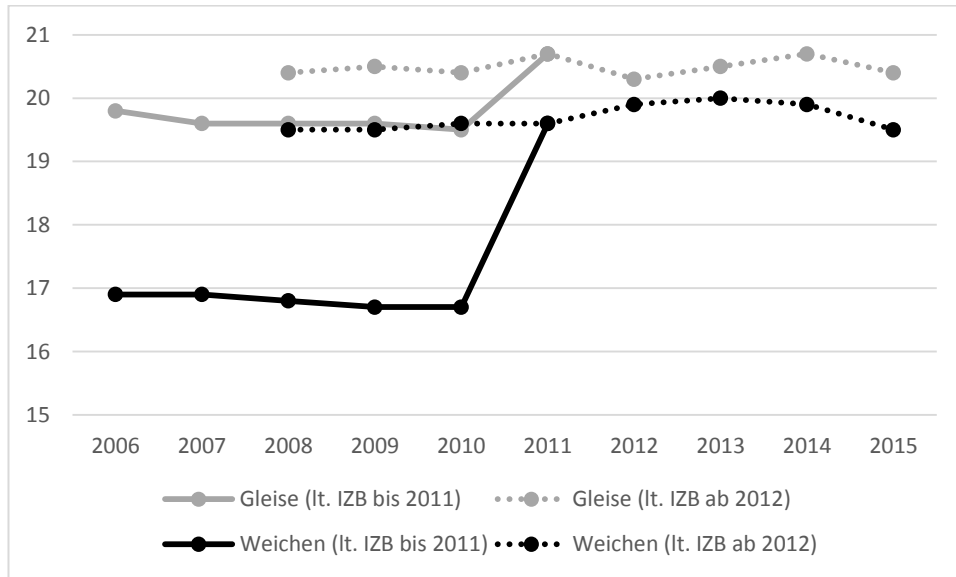
In den Jahren 2011 – 2015 haben die drei Infrastrukturgesellschaften auf Basis der HGB-Einzelabschlüsse 1,8 Mrd. € Gewinne an den Konzern abgeführt<sup>17</sup>. Zudem ist das Segmentvermögen der Infrastruktursparten im Zeitraum 2007 – 2015 um ca. 1,5 Mrd. € gesunken. Das bedeutet, dass in den Infrastruktursparten in den letzten Jahren desinvestiert wurde<sup>18</sup>. Diese finanzielle Entwicklung findet eine Entsprechung in der Entwicklung des Anlagenal-

<sup>17</sup> Quelle: Geschäftsberichte DB Netz AG, DB Station & Service AG, DB Energie GmbH 2011 - 2015

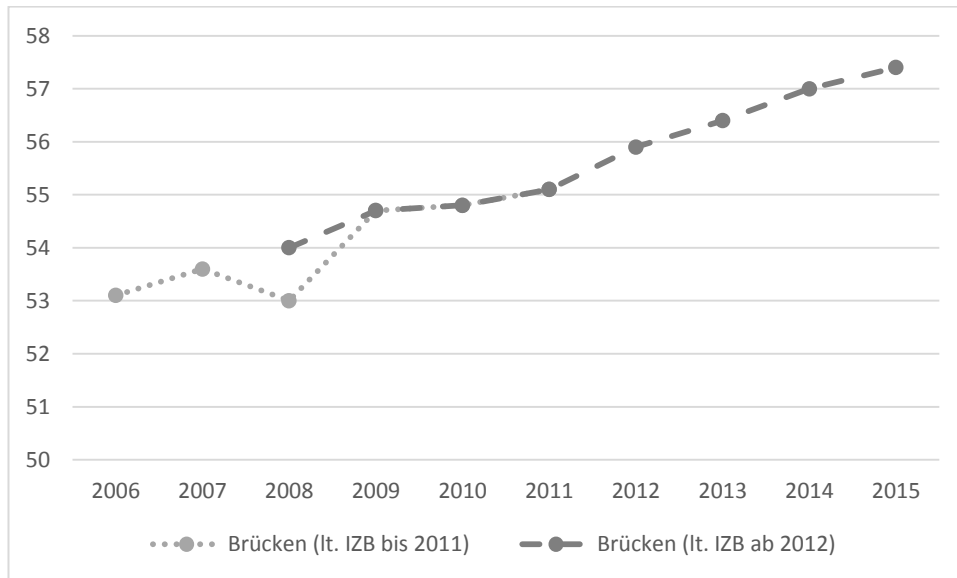
<sup>18</sup> Quelle: Geschäftsberichte der DB AG, 2006 - 2015

ters der Infrastruktursparten, das in den Abbildungen 15 und 16 in Form dreier Zeitreihen dargestellt wird.

**Abbildung 15: Entwicklung des durchschnittlichen Anlagenalters von Gleisen und Weichen der DB AG. Quelle: DB AG Infrastrukturzustands- und -entwicklungsberichte 2006 – 2015.**



**Abbildung 16: Entwicklung des durchschnittlichen Anlagenalters der Brücken der DB AG. Quelle: DB AG Infrastrukturzustands- und entwicklungsberichte 2006 – 2015.**



Bei Abbildung 15 ist zu berücksichtigen, dass im Infrastrukturzustandsbericht 2012 die Vorjahreszahlen verändert wurden, indem für Gleise und insbesondere Weichen ein deutlich höheres Anlagenalter ausgewiesen wurde. Es gibt hierzu keine Begründung oder Erläuterung der DB AG oder seitens der Berichtsadressaten. Die für die DB vorteilhafteste Interpretation der Abbildung 15 ist, dass das Durchschnittsalter dieser beiden Anlagekategorien im Betrachtungszeitraum in etwa konstant geblieben ist. Dies gilt jedoch nicht für Brücken, die eine wichtige Infrastrukturkategorie darstellen. Deren Alter ist nach Abbildung 16 stetig angestiegen.

Mit der LuFV II wurden die Regelungen zur Infrastrukturfinanzierung für den Zeitraum 2016 – 2020 neu geregelt. Die DB AG erhält jährlich rund 1 Mrd. € zusätzlich vom Bund für Ersatzinvestitionen, damit stehen in den kommenden Jahren ca. 4 Mrd. € p.a. zur Verfügung. Zugleich wird der Eigenbeitrag der DB AG von 0,5 Mrd. € p.a. auf 0,1 Mrd. € reduziert. Zudem wurde geregelt, dass die Gewinne der Infrastruktursparten zukünftig in voller Höhe zusätzlich zu der sowieso geplanten Dividende an den Bund ausgeschüttet werden, der sich seinerseits verpflichtet, diese Mittel in voller Höhe der DB AG für den Infrastrukturausbau zur Verfügung zu stellen. Damit kann die DB AG nicht mehr, wie in den Vorjahren, mit den Gewinnen der Infrastruktur bahnferne oder ausländische Geschäfte finanzieren. Längerfristig wird dieser Finanzierungskreislauf dazu führen, dass das Investierte Ka-

pital der Infrastruktursparten sinkt und die Investitionen weitestgehend über – bilanziell nicht sichtbare – Bundeszuschüsse finanziert werden.

Mit den zusätzlichen Mitteln steht zu erwarten, dass die DB AG den Netzzustand stabilisieren kann. Nicht gelöst ist allerdings das Problem der Unterfinanzierung im Bereich des Neu- und Ausbaus. Bis etwa 2001 wurden die ca. 4 Mrd. € Mittel, die der Bund jährlich auf Basis des Bundesschienenwegeausbaugesetzes bereitstellt, überwiegend für Neu- und Ausbau verwendet. Nur rund ein Drittel wurde für Ersatzinvestitionen genutzt. In der Mehdorn Ära setzte die DB AG durch, dass 2,5 Mrd. € dieser Bundesmittel für Ersatzinvestitionen verwendet werden konnten. Diese Einigung entlastete das Investitionsbudget der DB AG zu Lasten der Mittel für Neu- und Ausbau. Seit rund zehn Jahren stehen also weniger als 1,5 Mrd. € Bundesmittel jährlich für Neu- und Ausbau zur Verfügung. Das ist insofern problematisch, als sich die Struktur der Netznutzung ändert. Bei insgesamt nur gering steigender Trassennachfrage steigt der Verkehr in den Knoten und auf Hauptachsen stark an. Die verfügbaren Mittel für Neu- und Ausbau reichen nicht aus, um die erforderlichen Kapazitätsausbauten bereit zu stellen. Dies gilt umso mehr, als ein beträchtlicher Teil der Bundesmittel derzeit in politisch erwünschte, aber verkehrlich wenig hilfreiche Projekte investiert wird.

Das jüngst verabschiedete Regulierungsgesetz gesteht der DB AG eine Verzinsung des von ihr eingesetzten Kapitals zu, die der eines privaten Unternehmens entspricht. Die Kostenbasis unterliegt der Prüfung durch die Bundesnetzagentur, die Kontrollrechte sind jedoch schwach gestaltet. Die Verfasser zweifeln daran, dass es sinnvoll ist, einem Unternehmensteil, der weitgehend vom Bund finanziert wird, der einer grundgesetzlichen Privatisierungssperre unterliegt und der über eine implizite Staatsgarantie verfügt, eine privatwirtschaftlich übliche Verzinsung zuzugestehen. Dies gilt insbesondere auch deshalb, weil, wie zuvor gezeigt, die eher privatwirtschaftlich ausgerichteten Konzernsparten ihre Kapitalmarktziele regelmäßig verfehlen, ohne dass dies Konsequenzen auf die Strategie des Konzerns hätte.

Der für regulatorische Zwecke anzuwendende Zinssatz ist noch festzulegen. Die DB AG gibt aktuell für das in der Infrastruktur investierte Vermögen Kapitalkosten von 7,3 % vor Steuern an. Gutachten im Auftrag der Bundesnetzagentur ermitteln deutlich niedrigere Kapitalkosten<sup>19</sup>. In jedem Fall könnte die DB AG wohl mit dem neuen Regulierungsgesetz die Trassenpreise deutlich anheben.

Die Diskussion um die Angemessenheit des Gewinnes der Infrastruktursparten verliert aber vermutlich an Bedeutung, weil mit der Regelung der LuFV II die anfallenden Gewinne der Infrastruktursparten ab 2016 dem DB Konzern nicht mehr frei zur Verfügung stehen, sondern an den Bund ausgeschüttet werden müssen. Damit sinkt der Anreiz für die DB AG, hohe Gewinne in der Infrastruktur auszuweisen. Umgekehrt steigt aber der Anreiz, Kosten des Konzerns verstärkt den Infrastruktursparten zuzuordnen. Gelegenheiten dafür könnten

---

<sup>19</sup> Frontier Economics und IGES Institut, 2016: Gutachten zur Bestimmung der Kapitalkosten für Eisenbahninfrastrukturunternehmen.

zum Beispiel der konzernweite internen Arbeitsmarkt oder spartenübergreifende Ausbildungsprogramme bieten.

Außerdem sinkt natürlich der Anreiz, Kosten der Infrastruktur zu reduzieren, wenn alle Gewinne vollständig abgeführt werden müssen. Aber dieser Anreiz ist ohnehin sehr gering, wenn immer neue Bundesmittel ohne kritische Kostenprüfungen und -vergleiche verfügbar gemacht werden und gleichzeitig auch die Regulierungsbehörde solche Kostenprüfungen und -vergleiche nicht vornehmen kann.

## 9. Fazit zur Finanzlage des DB Konzerns

Die DB AG steckt finanziell in einer schwierigen Situation, die in den vorigen Abschnitten für die einzelnen Segmente betrachtet wurde. Der Fernverkehr muss die Kapitalkosten für eine neue Fahrzeugflotte schultern. Zudem stehen die Margen durch den Wettbewerb mit dem Fernbus, dem Flugverkehr und aufgrund des gesunkenen Ölpreises auch wieder mit dem PKW verstärkt unter Druck. Positiv werden sich die niedrigeren Betriebskosten der neuen Fahrzeuge und die Eröffnung der HGV-Strecke Nürnberg-Erfurt auswirken. DB Regio wird bis 2020 viele lukrative Verkehre verlieren und bei Neuverträgen deutliche Margenverluste hinnehmen müssen. Für DB Cargo hat die DB AG als Sanierungsziel eine EBIT-Marge von > 5 % und einen ROCE von > 10 % vorgegeben<sup>20</sup>. Daraus ergibt sich ein Ziel-EBIT von ca. 200 Mio. €, doch vor dem Hintergrund des intermodalen Wettbewerbs und den geringen Margen der Wettbewerbsbahnen erscheint dieses Ziel sehr ambitioniert. Bei Arriva und bei Schenker halten es die Verfasser für denkbar, dass die Gewinne der letzten Jahre gesteigert werden können. Es gibt allerdings keine Indizien für einen dramatischen Gewinnanstieg. Für die Infrastruktur ist von steigenden Gewinnen auszugehen, die aber aufgrund der Regelungen der LuFV nicht dem Konzern zur Verfügung stehen.

Auf Basis dieser Überlegungen kommen die Verfasser in einer optimistischen Prognose für die Finanzlage der DB AG (EBIT) auf Werte, die in der letzten Spalte von Tabelle 2 dargestellt sind. Sie werden den bisherigen EBIT-Werten, für 2015 und für den Durchschnitt der Jahre 2011 bis 2015, gegenübergestellt.

---

<sup>20</sup> Zukunft Bahn, S. 32.

**Tabelle 2: Spartenergebnisse des DB Konzerns in Mio. € 2011 – 2015, unbereinigte EBIT-Werte (mit Ausnahme Restrukturierung und Impairment DB Cargo 2015), Werte z.T. gerundet. Quelle: Geschäftsberichte der DB AG 2011 – 2015, Optimistische Prognose 2020 stammt von den Verfassern.**

	<b>Ø EBIT 11 – 15</b>	<b>EBIT 2015</b>	<b>Optimistische Prognose EBIT 2020</b>
Fernverkehr	230	129	300
Regio	800	669	500
Cargo	0	-183	100
Arriva	190	253	300
Schenker	280	156	300
Infrastruktur	830	701	800
Sonstige	-380	-444	-350
Summe	1,950	1,281	1,950

Insgesamt halten es die Verfasser somit für denkbar, dass die DB AG, sofern keine massiv diskontinuierlichen Entwicklungen eintreten, bis 2020 ein EBIT im Bereich von 2 Mrd. € pro Jahr erwirtschaften könnte. Ein Gewinn in dieser Größenordnung reicht allerdings zur Finanzierung des Konzerns nicht aus: Für die Schulden von rund 20 Mrd. € zahlt die DB AG in der aktuellen Niedrigzinsphase jährlich 800 Mio. € Zins. Ein Anstieg der Zinsen würde die DB AG deutlich belasten. Bleibt es bei dem Steuersatz von rund 15 %, verbliebe ein Jahresüberschuss von rund 1 Mrd. €. In der mittelfristigen Haushaltsplanung des Bundes wird für 2019 eine Dividende der DB AG von 350 Mio. € angenommen, darüber hinaus enthält die LuFV II für 2019 eine Dividendenerwartung der Infrastruktursparten von 650 Mio. €<sup>21</sup>. Das würde bedeuten, dass der gesamte Jahresüberschuss (Gewinn nach Steuern) für Dividendenzahlungen aufgewendet werden müsste, siehe Tabelle 3.

<sup>21</sup> LuFV II, S. 7.



**Tabelle 3: Ergebnisse des DB Konzerns in Mio. € 2011 – 2015, Werte z.T. gerundet. Quelle: Geschäftsberichte der DB AG 2011 – 2015, Optimistische Prognose 2020 stammt von den Verfassern.**

		Ø Werte 11 – 15	Wert 2015	Optimistische Prognose für 2020 (Mio. €)
EBIT		1.630	1.281	1950
Zinsaufwand		880	800	800
Gewinn vor Steuern		760	-932	1150
Ertragssteuern		130	379	150
Jahresüberschuss		630	-1.311	1000
Dividende		600	850	650
Infrastrukturdividende				
verbleiben		30	-2.161	350

Damit verblieben dem Konzern keinerlei Mittel zur Rückführung von Krediten oder zur Finanzierung von Investitionen. Eine gewisse Entspannung auf Ebene des Cash Flows könnte sich daraus ergeben, dass die DB AG gemäß den Regelungen der LuFV II geringere Eigenmittel in die Infrastruktur investieren muss als bisher, während die Abschreibungen weiterlaufen werden. Doch neben dem regelmäßigen Investitionsbedarf in unterschiedlichen Sparten muss die DB AG insbesondere die neue Fernverkehrsflotte finanzieren. Weitere Finanzierungsrisiken liegen in dem Projekt Stuttgart 21, für das die DB AG als Projektträger die Risiken trägt.

In der heutigen Struktur und mit dem heutigen Finanzierungssystem verbleibt der DB AG als Ausweg wohl nur die Aufnahme weiterer Kredite. Auch die DB AG hat angekündigt, dass die Schuldenlast bis 2020 um 4 Mrd. € ansteigen wird. Insgesamt wird aber deutlich, dass die jetzige Struktur ohne ein weiteres Engagement des Bundes nicht dauerhaft tragfähig ist.

Im September 2016 berichteten Zeitungen, dass der Bund für die DB AG eine Kapitalerhöhung von 1 Mrd. € plant und den Konzern zusätzlich durch eine Reduzierung der geplanten Dividendenzahlungen von je 350 Mio. € in den kommenden vier Jahren entlasten will<sup>22</sup>. Diese Maßnahme ist in Tabelle 3 nicht berücksichtigt. Sie würde den zuvor geschilderten Finanzierungseingpass lindern, aber nicht vollständig lösen.

<sup>22</sup> Z.B. <http://www.zeit.de/mobilitaet/2016-09/deutsche-bahn-alexander-dobrindt-milliarden-investition>

## 10. Schlussfolgerungen - Überlegungen zur Weiterentwicklung der DB AG

Die DB AG hat auf den Gewinneinbruch von 2015 mit einem Sanierungsprogramm „Zukunft Bahn“ reagiert. Es enthält zahlreiche Maßnahmen für die deutschen Bahnsparten, nicht jedoch für Arriva und Schenker Logistik<sup>23</sup>. Im Jahr 2020 sollen diese Maßnahmen eine Ergebnisverbesserung (gegenüber der nicht veröffentlichten Mittelfristplanung) von 500 Mio. € pro Jahr erbringen. Hinzu kommen Maßnahmen wie die beabsichtigte Auflösung der Zwischenholding „DB Mobility Logistics“ und eine Verschlankung der Konzernzentrale, mit der jährlich 100 Mio. € eingespart werden sollen<sup>24</sup>.

Unterdessen hat sich die DB AG auch endgültig von ihren früheren Wachstumsträumen verabschiedet. Ursprünglich war bis 2020 ein Umsatz von 70 Mrd. € angestrebt, davon sollte die Hälfte aus Akquisitionen stammen<sup>25</sup> (zum Vergleich: der Gesamtumsatz der DB im Jahr 2015 betrug ca. 40 Mrd. €). Bereits im Geschäftsbericht 2014 wurden diese Ziele deutlich reduziert<sup>26</sup>. Im Rahmen des Sanierungskonzeptes von 2015 war die Abgabe einer Minderheitsbeteiligung an den Sparten Arriva und Schenker Logistik geplant, vermutlich über einen Börsengang<sup>27</sup>. Doch im September 2016 wurde über die Medien verlautbart, dass der Konzern die beiden Sparten nun doch vollständig behalten will<sup>28</sup>. Stattdessen hat sich der Bund bereit erklärt, eine Senkung der Dividendenziele zu akzeptieren und das Eigenkapital des Konzerns zu erhöhen.

Der Verkauf nur einer Minderheitsbeteiligung an den beiden Sparten wäre aus Sicht der Verfasser nicht sinnvoll gewesen:

- Bei der Unternehmensbewertung wird im Allgemeinen eine Kontrollprämie angesetzt, wenn die Mehrheit eines Unternehmens verkauft wird.<sup>29</sup> Dieses Argument wirkt im Fall der DB umso schwerer, da der aktuelle Eigentümer ein öffentliches Unternehmen ist, so dass im Fall einer Mehrheitsübernahme deutlich höhere Sanierungsgewinne zu erwarten wären als bei sonst üblichen Übernahmefällen.
- Bei einer Teilprivatisierung müsste sich das Management des DB Konzerns weiterhin um die Beteiligung kümmern – die Abstimmung mit anderen Eigentümern würde die Komplexität der Beteiligungsverwaltung sogar noch erhöhen. Ein voll-

---

<sup>23</sup> Zukunft Bahn, Broschüre der DB AG 2015

<sup>24</sup> DB AG IR News, 27.7.2015

<sup>25</sup> Grube, Rüdiger: Bilanzpressekonferenz zum Geschäftsjahr 2011, S. 20

<sup>26</sup> Siehe DB AG Geschäftsbericht 2014, S. 80

<sup>27</sup> Siehe z.B. Handelsblatt online, 4.5.2016

<sup>28</sup> <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/boersengang-von-arriva-und-db-schenker-offenbar-geplatzt-14445832.html>

<sup>29</sup> Z.B. Tirole, Jean: The Theory of Corporate Finance, Princeton 2006, S. 387ff; Achleitner, Ann-Kristin: Handbuch Investment Banking, 3. Auflage, München 2002, S. 746

ständiger Verkauf würde die Komplexität des Managements für die DB AG deutlich reduzieren.

Aus Sicht der Autoren sind die bisher angekündigten Maßnahmen nur ein erster Schritt zur Sanierung des Konzerns: In den vorangegangenen Ausführungen zur Finanzlage des DB Konzerns und der strategischen Positionierung der einzelnen Sparten ist gezeigt worden, dass die realistischere zu erwartenden Gewinne in den kommenden Jahren nicht ausreichen werden, um die erforderlichen Investitionen zu finanzieren. Zugleich ist deutlich geworden, dass die Internationalisierungsstrategie des Konzerns insgesamt gescheitert ist. Die beiden Sparten Arriva und Schenker Logistik, die nicht dem Kerngeschäft „Eisenbahn in Deutschland“ angehören, erwirtschaften ihre Kapitalkosten seit vielen Jahren nicht und sind deutlich weniger profitabel als vergleichbare Unternehmen in ihren jeweiligen Branchen. Auch die Beteiligungen von Schenker Rail / DB Cargo in Großbritannien, Spanien und Polen haben in den letzten Jahren hohe Verluste erwirtschaftet und damit maßgeblich zur Krise der Sparte beigetragen.

Die Verfasser plädieren für einen Rückbau des staatlichen Groß- und Mischkonzerns. In einem ersten Schritt sollten die Sparten Arriva und Schenker Logistik vollständig verkauft werden. Dies ist folgendermaßen begründet:

- Beide Sparten haben seit vielen Jahren ihre Kapitalkosten nicht verdient und die ROCE-Ziele des Konzerns nicht erreicht.
- Beide Sparten sind weniger profitabel als die maßgeblichen Wettbewerbsunternehmen.
- Beide Sparten generieren wesentlich geringere Synergien mit dem Kerngeschäft der DB („Eisenbahn in Deutschland“) als ursprünglich erhofft wurde.
- Schenker Logistik ist mit seinen weltweiten Geschäften anfällig für Ertragschwankungen. Diese stellen ein Risiko für den gesamten Konzern dar.
- Es gibt kein öffentliches Interesse an den Leistungen, die von Schenker Logistik (z.B. Schiffstransport zwischen China und den USA) und Arriva (z.B. Busverkehr in Rumänien und Serbien) erbracht werden. Entsprechend ist nicht begründbar, warum ein mit Steuergeld finanziertes staatliches Unternehmen in diesen Märkten aktiv sein sollte.
- Derzeit ist die Lage am Kapitalmarkt für einen Verkauf sehr günstig.

Neben dem Verkauf dieser beiden Sparten sollten auch die Beteiligungen im Schienengüterverkehr im europäischen Ausland abgestoßen werden, sofern sie keine großen Synergien zum Schienengüterverkehr in Deutschland aufweisen. Dies betrifft insbesondere die Betei-

lungen in Spanien, Großbritannien und Polen, in denen in den vergangenen Jahren hohe Verluste entstanden sind.

Darüber hinaus schlagen die Verfasser vor, das ursprüngliche Konzept der Bahnreform von 1994 wieder aufzugreifen und den Verkauf einzelner Transportsparten der DB AG zu prüfen. Die Krise von Schenker Rail / DB Cargo ist zu erheblichen Teilen auch auf Management-Fehler zurückzuführen. Würde man die Sparte an private Betreiber verkaufen, besteht die Chance auf eine schnellere Sanierung. Die Sparte Regio ist heute noch hoch profitabel. Bei einem Verkauf – aufgeteilt in die einzelnen Regionalbereiche – ließen sich erhebliche Einnahmen für den Bund erzielen, die auch dem Bahnsystem wieder zugeführt werden können. Negative Folgen für den Wettbewerb sind kaum zu befürchten. Aufgrund des hohen Kapitalbedarfes und der Netzeffekte wäre die Ausgestaltung des Verkaufes der Fernverkehrssparte konzeptionell schwieriger. Zudem gibt es aktuelle Diskussionen über eine Änderung des Ordnungsrahmens für den Fernverkehr. Aus diesem Grund sind für die Zukunft des Fernverkehrs noch vertiefende Analysen erforderlich.

In jedem Fall besteht ein erheblicher Reformbedarf bei der DB AG, um den Konzern wieder in die Erfolgsspur zurückzuführen.