

Berlin, Mai 2017

## **Überprüfung der Kapitalkostenberechnung der DB Netz AG**

Im Rahmen der Trassenpreisgenehmigung der DB Netz AG spielen auch die Kapitalkosten eine wichtige Rolle. In ihrem Antrag verlangt das Unternehmen eine Abdeckung von 1,2 Mrd. € Kapitalkosten – das sind rund 20 % seiner gesamten Kosten für den Betrieb des Schienennetzes. In Deutschland werden die sogenannten Gesamtkosten des Betriebs durch Trassenpreise komplett durch die Eisenbahnverkehrsunternehmen refinanziert, für die diese Nutzungsgebühren einen Kostenblock von 15 bis 25 Prozent darstellen, der in den vergangenen Jahren, anders als z.B. im Straßenverkehr, kontinuierlich weiter gewachsen ist. Aus diesem Grund ist zu diskutieren, ob es notwendig bzw. zulässig ist, Kapitalkosten in der beantragten Höhe bei der Bemessungsgrundlage der Trassenpreisfestsetzung anzusetzen. NEE, GDL und VPI haben Frau Professor Balks und Herrn Professor Böttger beauftragt, die von der DB Netz AG vorgelegten Berechnungen zu den Kapitalkosten zu überprüfen. Die Untersuchung gelangt zu dem Ergebnis, dass die Kapitalkosten deutlich niedriger angesetzt werden müssen.

Vorbemerkung zur Bedeutung und Struktur der Kapitalkosten:

Das zur Finanzierung von Unternehmen benötigte Kapital wird entweder durch Eigentümer bereitgestellt („Eigenkapital“) oder als „Fremdkapital“ beschafft (Bankkredite, Anleihen u. ä.). Auf Fremdkapital werden üblicherweise feste Zinsen gezahlt, so dass die Fremdkapitalkosten über den Kapitalmarkt ableitbar sind. Die Eigentümer erhalten i.A. erfolgsabhängige Ausschüttungen (Dividende) oder profitieren von Wertsteigerungen ihrer Anteile. Für die Bestimmung der erwarteten Eigenkapitalrenditen hat sich das Capital Asset Pricing Model (CAPM) durchgesetzt, wenngleich die Berechnung seit Jahrzehnten Debatten aufwirft, wie eine angemessene erwartete Rendite zu berechnen ist. Entsprechend der tatsächlichen oder geplanten Kapitalstruktur werden dann die durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten aus Eigen- und Fremdkapitalkosten berechnet.

Kapitalkostenberechnung im Rahmen des Entgeltgenehmigungsverfahrens

Im Rahmen des Genehmigungsverfahrens für Trassenpreise der DB Netz AG werden die Kapitalkosten als Kostenbestandteil anerkannt. Im 2016 verabschiedeten Eisenbahnregulierungsgesetz wird der DB Netz AG ausdrücklich eine kapitalmarktübliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals zugestanden.

Diese gesetzliche Regelung, auf die die DB AG dem Vernehmen nach sehr großen Wert gelegt hat, sind breit kritisiert worden. Es wird vorgebracht, dass trotz der Rechtsform als AG, die DB AG kaum marktlichen Risiken ausgesetzt ist

- DB Netz AG unterliegt einer grundgesetzlichen Privatisierungssperre
- Der Bund hat für die Infrastruktur eine Gewährleistungsverpflichtung,
- Die Infrastruktur unterliegt einem gesetzlichen Insolvenzschutz (BahnG)
- Im Ergebnis dieser drei Punkte besteht für die DB Netz AG eine implizite Staatsgarantie.
- Der überwiegende Teil der Investitionen in die Infrastruktur wird, teilweise gesetzlich und teilweise vertraglich abgesichert, vom Bund finanziert.
- Zwei Drittel der Erlöse (SPNV) der DB Netz AG sind langfristig durch Beauftragungen der Länder abgesichert.
- Die Verwendung sämtlicher anfallender Gewinne ist vertraglich festgelegt.

Im Rahmen des laufenden Entgeltgenehmigungsverfahrens für die Fahrplanperiode ab 2019 hat die DB Netz AG ein investiertes Vermögen (Eigenkapital und Anleihen/Kredite) von ca. 17 Mrd. € ausgewiesen und verlangt unter Bezug auf den Kapitalmarktansatz in ERegG eine Verzinsung von 7,5 % vor Steuern, also ca. 1,22 Mrd. €. Das von NEE, GDL und VPI beauftragte Gutachten kritisiert diese Ansätze

- Das von der DB Netz AG ausgewiesene investierte Vermögen ist überhöht. Der Wert beinhaltet auch die zinslosen Darlehen des Bundes (ca. 1,3 Mrd. €). Die DB erwartet also, für Darlehen, die vom Bund ausdrücklich ohne Zins zur Verfügung gestellt wurden, eine kapitalmarktübliche Verzinsung zu erzielen.
- Der CAPM-Ansatz führt zu einer Ermittlung eines Kapitalkostensatzes, der bereits eine angemessene Rendite für das Eigenkapital beinhaltet. Die DB AG berechnet Kapitalkosten für die DB Netz AG von 6,7 %. Die Berechnungen der DB Netz AG von 7,5 % liegen deutlich darüber, so dass die DB Netz AG eine „doppelte“ Rendite verlangt.
- Die DB Netz AG berechnet ihre Kapitalkosten auf Vor-Steuer-Basis, das ist grundsätzlich nach CAPM – Ansatz vorgesehen. Allerdings soll für die Berechnung der gewichteten Kapitalkosten ein typischer, durchschnittlicher Steuersatz angesetzt werden. Die DB Netz AG als Teil der steuerlichen Organschaft der DB AG in Deutschland zahlt aufgrund von Verlustvorträgen aus der Zeit nach der Bahnreform Ertragssteuern von rund 2 %, es ist nicht absehbar, dass sich dies ändern wird. Die DB Netz AG verwendet in ihrer Berechnung einen Nominalsteuersatz von 30,5 %. Wird in der Kapitalkostenrechnung der DB AG der nominale durch den realen Steuersatz ersetzt, sinkt der Kapitalkostensatz von 6,7 % auf 5,14 %.
- Für die Ermittlung der Kapitalkosten auf Basis des CAPM-Ansatzes werden die Kursentwicklungen von börsennotierten Vergleichsunternehmen herangezogen. Die DB Netz AG hat für die Auswahl der Vergleichsunternehmen und die Berechnungen renommierte Beratungsfirmen beauftragt. Allerdings steht und fällt die Berechnung mit der Auswahl vergleichbarer Unternehmen. Tatsächlich gibt es aber keine Unternehmen, die ein ähnliches Risikoprofil wie die DB Netz AG aufweisen (Staatsgarantie, Investitionssubventionierung, Gewinnbindung usw.). Die von den Beratern ausgewählten Unternehmen tragen deutlich höhere Risiken – verbunden mit höheren Renditeerwartungen des Marktes. In dem von NEE, GDL und VPI beauftragten Gutachten wird dargelegt, dass die so ermittelten Risiken für die DB Netz AG strukturell überhöht ausgewiesen werden. Im Ergebnis werden auf Basis niedriger Risikozuschläge deutlich geringere Kapitalkosten ermittelt.

Die Anwendung einer kapitalmarktorientierten Methodik zur Ermittlung der Kapitalkosten bei der Trassenpreisgenehmigung ist im Eisenbahnregulierungsgesetz (ERegG) von 2016 angelegt. Allerdings bestehen erhebliche Zweifel, ob dieses Verfahren verkehrspolitisch und ökonomisch sinnvoll ist:

Zur Illustration der Problematik werden die tatsächlichen Finanzierungskosten der DB Netz AG dargestellt: Aktuell zahlt die DB Netz AG durchschnittlich 3 % (ca. 300 Mio. €) Zinsen für ihr Fremdkapital. Für neu emittierte langfristige Anleihen liegen die Zinssätze bei unter 1 %, so dass die Durchschnittsverzinsung in den kommenden Jahren weiter sinken wird. Die DB Netz AG hat im Antrag für die Trassenpreise ab 2019 Kapitalkosten von 1,22 Mrd. € ausgewiesen. Zieht man die realen Fremdkapitalzinsen ab, verbleiben über 900 Mio. € Verzinsung für das Eigenkapital, das rund 6 Mrd. € beträgt. Der Bund als Eigentümer erhielte also eine Kapitalverzinsung von 15 %, die von den EVU als Teil der Trassenpreise aufzubringen wäre. Die daraus resultierende Trassenpreiserhöhung steht im Widerspruch zu sämtlichen politischen Zielen zur Verkehrsverlagerung, stattdessen stünde eine weitere Verlagerung von Verkehr auf die Straße zu befürchten.