



BK10-21-0357\_U

## Zweiter Teilbeschluss

In dem Verwaltungsverfahren  
aufgrund der Beschwerde

der Lineas S.A., Boulevard du Roi Albert II, 37, 1030 Brüssel, Königreich Belgien,  
vertreten durch den Verwaltungsrat,

Beschwerdeführerin,

g e g e n

die Deutsche Bahn AG, Potsdamer Platz 2, 10785 Berlin,  
vertreten durch den Vorstand,

Beschwerdegegnerin zu 1),

DB Finance GmbH, Europaplatz 1, 10557 Berlin,  
Vertreten durch die Geschäftsführung,

Beschwerdegegnerin zu 2),

DB Cargo AG, Rheinstraße 2, 55116 Mainz,  
vertreten durch den Vorstand,

Beschwerdegegnerin zu 3),

DB InfraGO AG, Adam-Riese-Straße 11-13, 60327 Frankfurt am Main,  
vertreten durch den Vorstand,

Beschwerdegegnerin zu 4),

vom 07.12.2021 sowie von Amts wegen auf Einhaltung der Vorgaben aus §§ 8, 8d Eisenbahn-  
regulierungsgesetz (ERegG),

Betroffene (im engeren Sinne):

1. DB Fernverkehr AG, Europa-Allee 78-84, 60486 Frankfurt am Main, vertreten durch den Vorstand,
2. DB Regio AG, Europa-Allee 70-76, 60486 Frankfurt am Main, vertreten durch den Vorstand,

Hinzugezogene:

1. Bundesverband SchienenNahverkehr e. V., Wilmersdorfer Straße 50/51, 10627 Berlin, vertreten durch den Vorstand,
2. FlixTrain GmbH, Warschauer Platz 11-13, 10245 Berlin, vertreten durch die Geschäftsführung,
3. KombiRail Europe B. V., Oudelandseweg 33, 3194 AR Hoogvliet – Rotterdam, Königreich der Niederlande, vertreten durch die Geschäftsführung,
4. mofair e. V., Marienstraße 3, 10117 Berlin, vertreten durch den Vorstand,
5. Netzwerk Europäischer Eisenbahnen (NEE) e. V., Reinhardtstraße 46, 10117 Berlin, vertreten durch den Vorstand,
6. Verkehrsverbund Rhein-Ruhr AöR, Augustastraße 1, 45879 Gelsenkirchen, vertreten durch den Vorstand,

– Verfahrensbevollmächtigte:

der Beschwerdeführerin:

[REDACTED],

der Beschwerdegegnerinnen und der Betroffenen:

[REDACTED],

der Hinzugezogenen zu 3:

[REDACTED]

hat die Beschlusskammer 10 der Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen, Tulpenfeld 4, 53113 Bonn,

durch

den Vorsitzenden Dr. Ulrich Geers,  
den Beisitzer Jan Kirchhartz und  
den Beisitzer Wolfram Krick

am 22.03.2024

beschlossen:

1. Die Beschwerdegegnerin zu 1) und die Beschwerdegegnerin zu 3) werden verpflichtet,
  - a) die Fortführung des zwischen ihnen am [REDACTED] 2020 geschlossenen Darlehensvertrags (Darlehensbetrag: [REDACTED] EUR; Laufzeit: vom [REDACTED] 2020 bis zum [REDACTED]; Zinssatz [REDACTED] % p.a.) zu Zinssätzen außerhalb der marktüblichen Bandbreite von zwischen (einschließlich) 2,90 % p. a. bis (einschließlich) 6,89 % p. a. zu unterlassen;
  - b) die Fortführung von seit dem 24.12.2016 gewährten Darlehen mit Ablauf des 31.12.2024 zu unterlassen, sofern die darin vereinbarten Zinssätze nicht im Rahmen einer Zinsbandbreite liegen, die sich unter Beachtung der in den Gründen des Beschlusses näher beschriebenen Vorgaben zur Ermittlung des individuellen Risikoprofils der Beschwerdegegnerin zu 3) ergibt; und
  - c) den Abschluss neuer Darlehensverträge zu unterlassen, sofern die darin vereinbarten Zinssätze nicht im Rahmen einer Zinsbandbreite liegen, die sich unter Beachtung der in den Gründen des Beschlusses näher beschriebenen Vorgaben zur Ermittlung des individuellen Risikoprofils der Beschwerdegegnerin zu 3) ergibt.
2. Die Beschwerdegegnerin zu 1) und die Beschwerdegegnerin zu 3) werden verpflichtet, der Beschlusskammer
  - a) bis zum 06.05.2024 mitzuteilen, wie sie der unter Tenorziffer 1 lit. a) auferlegten Verpflichtung nachgekommen sind; und
  - b) bis zum 10.01.2025 unter Vorlage einer für jeden zwischen ihnen geschlossenen Darlehensvertrag ausgefüllten Auskunft nach Anlage 1 zu diesem Beschluss oder in gleich geeigneter Form mitzuteilen, wie sie den unter Tenorziffer 1 lit. b) und (soweit bis zum 31.12.2024 neue Darlehensverträge abgeschlossen wurden) den in Tenorziffer 1 lit. c) auferlegten Verpflichtungen nachgekommen sind.
3. Sofern die Beschwerdegegnerin zu 1) und die Beschwerdegegnerin zu 3)
  - a) der in Tenorziffer 1 lit. a) auferlegten Verpflichtung nicht bis zum 03.05.2024 nachkommen, wird ihnen gesamtschuldnerisch ein Zwangsgeld in Höhe von 300.000 EUR angedroht; und/oder
  - b) den in Tenorziffer 2 lit. a) und in Tenorziffer 2 lit. b) auferlegten Auskunftspflichten jeweils nicht oder nicht vollständig nachkommen, wird ihnen gesamtschuldnerisch ein Zwangsgeld in Höhe von jeweils 50.000 EUR angedroht.
4. Im Übrigen wird die Beschwerde, soweit sie auf Erlass weiterer geeigneter Maßnahmen zur Abstellung und Verhütung behaupteter Verstöße im Zusammenhang mit der

finanziellen Entflechtung gerichtet ist (Beschwerdeanträge zu 2) und 4) sowie teilweise Beschwerdeantrag zu 3) (Cash-Pool-Ausleihungen)), abgelehnt. Das amtswe-  
gig geführte Verfahren wird eingestellt, soweit nicht der Themenbereich der perso-  
nellen bzw. informationellen Entflechtung betroffen ist.

## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	5
I. Sachverhalt.....	10
II. Gründe .....	23
II.1 Zulässigkeit der Teilentscheidung .....	25
II.2 Formelle Rechtmäßigkeit .....	25
II.3 Materielle Rechtmäßigkeit.....	26
II.3.1 Zulässigkeit der Beschwerde.....	26
II.3.2 (Teilweise) Begründetheit der Beschwerde .....	26
II.3.2.1 Unbefangenheit des Mitarbeiters der beauftragten Sachverständigen.....	26
II.3.2.1.1 Kein Ablehnungsantrag.....	27
II.3.2.1.2 Unparteilichkeit des Mitarbeiters der beauftragten Sachverständigen ...	28
II.3.2.2 Begründetheit der Beschwerde hinsichtlich der Beschwerdeanträge zu 1) und 3) 33	
II.3.2.2.1 Verstoß gegen Eisenbahnrecht.....	33
II.3.2.2.1.1 Anwendbarkeit des § 8d Abs. 5 ERegG auf Darlehensverhältnisse in einem VIU 33	
II.3.2.2.1.2 Grundsatz des Fremdvergleichs .....	41
II.3.2.2.1.3 Quersubventionierung keine tatbestandliche Voraussetzung.....	43
II.3.2.2.1.4 Vereinbarter Zins liegt außerhalb der Bandbreite marktüblicher Zinssätze, die das individuelle Risikoprofil der Beschwerdegegnerin zu 3) widerspiegeln.....	45
II.3.2.2.1.4.1 Feststellungen der Sachverständigen zum individuellen Risikoprofil der Beschwerdegegnerin zu 3) .....	47
II.3.2.2.1.4.1.1 Ermittlung des Konzernratings.....	47
II.3.2.2.1.4.1.2 Ermittlung des BCA 2020 der Beschwerdegegnerin zu 3) .	49
II.3.2.2.1.4.1.3 Ermittlung des Emittentenratings 2020 der Beschwerdegegnerin zu 3) .....	50
II.3.2.2.1.4.1.3.1 Konzernrückhalt der Beschwerdegegnerin zu 3) .....	51
II.3.2.2.1.4.1.3.2 Keine darüber hinausgehende Berücksichtigung des EAV 53	
II.3.2.2.1.4.1.3.3 Keine Berücksichtigung der Staatsnähe.....	54
II.3.2.2.1.4.2 Keine Erschütterung durch den Parteivortrag bzw. das Parteigutachten.....	55
II.3.2.2.1.4.2.1 Grundlegende Kritik bezogen auf die Verwendung verschiedener Methoden zur Ratingermittlung.....	56
II.3.2.2.1.4.2.2 Partielle Erschütterung hinsichtlich des Konzernratings.....	58
II.3.2.2.1.4.2.2.1 Unzulässigkeit der Berücksichtigung vertikaler Integration 58	
II.3.2.2.1.4.2.2.2 Nicht nachvollziehbarer Rückgriff auf durch vertikale Integration beeinflusste Ratings .....	60

(1) Nähere Darlegung der Vorgehensweise der Betroffenen.....	60
(2) Methodisch nicht nachvollziehbarer Rückgriff auf externes BCA der Beschwerdegegnerin zu 1).....	61
II.3.2.2.1.4.2.2.3 Erschütterung mit Blick auf den Umgang mit dem Staatsrückhalt der Beschwerdegegnerin zu 1) .....	65
II.3.2.2.1.4.2.3 Keine Erschütterung hinsichtlich des BCA der Beschwerdegegnerin zu 3).....	66
II.3.2.2.1.4.2.3.1 Ermittlung und Adjustierung von Kennzahlen .....	66
II.3.2.2.1.4.2.3.2 Im Speziellen: Berücksichtigung von Prognosedaten ..	67
II.3.2.2.1.4.2.4 Keine Erschütterung hinsichtlich des Emittentenratings der Beschwerdegegnerin zu 3).....	69
II.3.2.2.1.4.2.4.1 Unzutreffende Bewertung von EAV .....	69
(1) Nähere Darlegung der Annahmen der Betroffenen.....	69
(2) Methodische Fehlerhaftigkeit dieser Vorgehensweise .....	72
(a) Methodisch zweifelhafte Berücksichtigung von EAV zusätzlich zur Konzernintegration .....	72
(b) Unzulässige (automatische) Anhebung auf das Rating der Beschwerdegegnerin zu 1).....	74
(i) Keine reflexhafte Angleichung von Ratings durch Betrachtung des EAV als Garantie.....	75
(ii) Keine reflexhafte Ratingsubstitution bei Prüfung des Konzernrückhalts 79	
II.3.2.2.1.4.2.4.2 Unzutreffende Bewertung des Konzernrückhalts (im Übrigen) 79	
(1) Kritik an Rückgriff auf das Parent / Group Support Framework.....	79
(2) Kritik an der Bewertung selbst.....	81
(a) Annahmen des Privatgutachtens.....	82
(b) Kritik der Betroffenen an der Bewertung nach Moody's .....	85
(3) Unbeachtliche Beanstandung der fehlenden Berücksichtigung der Staatsnähe.....	87
II.3.2.2.1.4.3 Feststellungen des Sachverständigengutachten zur marktüblichen Zinsbandbreite unter Berücksichtigung des ermittelten Risikoprofils 89	
II.3.2.2.1.4.4 Keine Erschütterung durch Parteivortrag.....	90
II.3.2.2.2 Anpassung des Darlehensvertrages vom [REDACTED] 2020 durch die Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) (Tenorziffer 1 lit. a) .....	92
II.3.2.2.2.1 Legitimer Zweck .....	92
II.3.2.2.2.2 Geeignetheit.....	93
II.3.2.2.2.3 Erforderlichkeit .....	94
II.3.2.2.2.4 Angemessenheit.....	95
II.3.2.2.3 Anpassung von seit dem 24.12.2016 gewährten Bestandsdarlehen durch die Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) (Tenorziffer 1 lit. b).....	96
II.3.2.2.3.1 Legitimer Zweck .....	98

II.3.2.2.3.2	Geeignetheit .....	98
II.3.2.2.3.3	Erforderlichkeit .....	98
II.3.2.2.3.4	Angemessenheit.....	99
II.3.2.2.4	Unterlassung der künftigen Gewährung von Darlehen zu unüblichen Konditionen durch die Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) (Tenorziffer 1 lit. c)	100
II.3.2.2.4.1	Legitimer Zweck .....	101
II.3.2.2.4.2	Geeignetheit.....	101
II.3.2.2.4.3	Erforderlichkeit .....	101
II.3.2.2.4.4	Angemessenheit.....	102
II.3.2.2.5	Auskunftserteilung durch die Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) (Tenorziffer 2).....	102
II.3.2.2.5.1	Legitimer Zweck .....	104
II.3.2.2.5.2	Geeignetheit.....	104
II.3.2.2.5.3	Erforderlichkeit .....	104
II.3.2.2.5.4	Angemessenheit.....	105
II.3.2.2.6	Zwangsgeldandrohungen (Tenorziffer 3).....	106
II.3.2.3	Unbegründetheit der Beschwerde bzgl. der zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) vereinbarten Cash- Pool-Konditionen zum 01.08.2022 .....	107
II.3.2.3.1	Anwendbarkeit des § 8d Abs. 5 ERegG auf Cash-Pool-Verhältnisse ..	108
II.3.2.3.2	Vereinbarter Zins liegt innerhalb der Bandbreite marktüblicher Zinsen	109
II.3.2.3.2.1	Feststellungen der Sachverständigen zum individuellen Risikoprofil der Beschwerdegegnerin zu 3) .....	109
II.3.2.3.2.2	Feststellungen des Sachverständigen zur Ermittlung der marktüblichen Zinsbandbreite .....	110
II.3.2.3.2.2.1	Im Sachverständigengutachten angewandte Methodik .....	110
II.3.2.3.2.2.2	Ermittelte Zinsbandbreite für die Beschwerdegegnerin zu 3).....	111
II.3.2.3.2.3	Vortrag der Betroffenen .....	111
II.3.2.3.2.4	Ermittlung des tatsächlich anzunehmenden marktüblichen Zinssatzes .....	112
II.3.2.4	Unbegründetheit betreffend die Untersagung eines Ausgleichs aufgrund von Nichtigkeit des EAV .....	113
II.3.2.4.1	§ 8d Abs. 5 ERegG .....	113
II.3.2.4.2	Regulierungsrecht im engeren Sinne – insb. Gewinnverwendung im Konzern .....	114
II.3.2.4.3	Beihilferecht .....	115
II.3.3	Fehlende Tatbestandsmäßigkeit hinsichtlich der Darlehen zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 4) sowie den Betroffenen .....	115
Gebührenhinweis .....		115
Rechtsbehelfsbelehrung.....		116

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1 - Schattenratings im DB Konzern nach Privatgutachten der [REDACTED] (nachfolgend auch: Privatgutachten), S. 9; Darstellung: BNetzA.....	11
Tabelle 2 - Darlehenskonditionen im DB-Konzern; Darstellung: BNetzA .....	12
Tabelle 3 - Cash-Pool-Zinsen nach Privatgutachten, S. 44.....	12
Tabelle 4 - Cash-Pool-Konditionen des Konzern-Treasury zum 01.08.2022 (Quelle: DB) ....	12
Tabelle 5 - Ratingermittlung nach [REDACTED] (Quelle: Privatgutachten; Darstellung: BNetzA); finales Rating jeweils grau hinterlegt .....	14
Tabelle 6 - Nomenklaturen verschiedener Ratingagenturen (hier beispielsweise aus Quelle: <a href="https://www.moneyland.ch/de/vergleich-rating-agenturen">https://www.moneyland.ch/de/vergleich-rating-agenturen</a> ); Darstellung: BNetzA.....	42
Tabelle 7 - Bewertung des Konzernrückhalts durch den Sachverständigen.....	53
Tabelle 8 - Ermittlung des Staatsrückhalts der Beschwerdegegnerin zu 3) laut Sachverständigengutachten, S. 46 (Darstellung / Übersetzung: BNetzA).....	55
Tabelle 9 - Gegenüberstellung der BCA der Konzerngesellschaften lt. Privat- und Sachverständigengutachten (Darstellung: BNetzA); jeweils bessere Ratings grau hinterlegt	57
Tabelle 10 - Ratingermittlungen nach Privatgutachten (Zusammenfassung und Darstellung: BNetzA).....	61
Tabelle 11 - Gegenüberstellung BCA entflochtener Konzern nach Privat- und Sachverständigengutachten (Zusammenfassung und Darstellung: BNetzA) .....	63
Tabelle 12 - Einstufungen von Gruppenstatus nach Methodik von S&P (Quelle: S&P; Darstellung: BNetzA).....	70
Tabelle 13 - Abgleich Kriterien AAAG und Parent / Group Support Framework (Quelle: Moody's; Darstellung: BNetzA).....	81
Tabelle 14 - Entwicklung Umsatzrentabilitäten (Quelle: Marktuntersuchung Eisenbahnen der BNetzA 2018 bis 2022; für die Betrachtung des Darlehens irrelevante Zeiträume grau hinterlegt) .....	83
Tabelle 15 - Entwicklung Marktanteile (Quelle: Marktuntersuchung Eisenbahnen der BNetzA 2018 bis 2022; für die Betrachtung des Darlehens irrelevante Zeiträume grau hinterlegt) ....	84
Tabelle 16 - Entwicklung mittlere Frachtlast (Quelle: Marktuntersuchung Eisenbahnen der BNetzA 2018 bis 2022; für die Betrachtung des Darlehens irrelevante Zeiträume grau hinterlegt) .....	84
Tabelle 17 - Darstellung der Ermittlung von Zinsober- und -untergrenze nach iBoxx (Quelle: Sachverständigengutachten, S. 102; Darstellung: BNetzA) .....	89
Tabelle 18 - Vereinfachte Darstellung Zinsermittlung im Sachverständigengutachten (BNetzA) .....	90
Tabelle 19 - Ergebnis der Zinsermittlung laut Sachverständigengutachten, S. 107 (Darstellung: BNetzA; Zinsober- und -untergrenzen bzw. Durchschnittswerte grau hinterlegt) .....	90
Tabelle 20 - Tilgungsplan laut Anlage zu Darlehensvertrag vom [REDACTED] 2020.....	95

Tabelle 22 - Darstellung Zinssprünge (Quelle: Sachverständigengutachte, S. 154, Tabelle 55; Anpassungen und Ergänzungen durch BNetzA)..... 112

**Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1 - Struktur Beschwerdegegnerinnen und Betroffene..... 10

Abbildung 2 - Schema der Ratingableitung im Privatgutachten ..... 13

Abbildung 3 – Darlehen im VIU nach erstem Vorschlag KOM (äußere Linie = VIU); der Vollständigkeit halber ist darauf hinzuweisen, dass auch VIU in der Konstellation EVU-Mutter und BvEA-Tochter bzw. BvEA-Mutter und EVU-Tochter von dem Verbot betroffen gewesen wären ..... 36

Abbildung 4 - Darlehensvergabe in VIU nach Legislat. Entschließung des Europäischen Parlaments (äußere Linie = VIU); der Vollständigkeit halber ist darauf hinzuweisen, dass VIU in der Konstellation EVU-Mutter und BvEA-Tochter bzw. BvEA-Mutter und EVU-Tochter weiterhin von einem vollständigen Verbot („Ob“) betroffen gewesen wären..... 37

Abbildung 5 - Darlehen in VIU nach aktueller Fassung der RL 2012/34/EU (äußere Linie = VIU; innere, gepunktete Linien = Grenze der Marktüblichkeit) ..... 38

Abbildung 6 - Vorgehen bei der Ermittlung des individuellen Risikoprofils der Beschwerdegegnerin zu 3)..... 47

Abbildung 7 - BCA des (entflochtenen) DB Konzerns 2020 (Quelle: Sachverständigengutachten, S. 62)..... 48

Abbildung 8 - Ermittlung des BCA der Beschwerdegegnerin zu 3) ..... 49

Abbildung 9 - BCA 2020 der Beschwerdegegnerin zu 3)..... 50

Abbildung 10 - Ermittlung des Emittentenratings der Beschwerdegegnerin zu 3) ..... 51

Abbildung 11 - Ermittlung des Emittentenratings der Beschwerdegegnerin zu 3) – Uplift Konzernrückhalt ..... 52

Abbildung 12 - Ermittlung des Emittentenratings der Beschwerdegegnerin zu 3) – EAV ..... 53

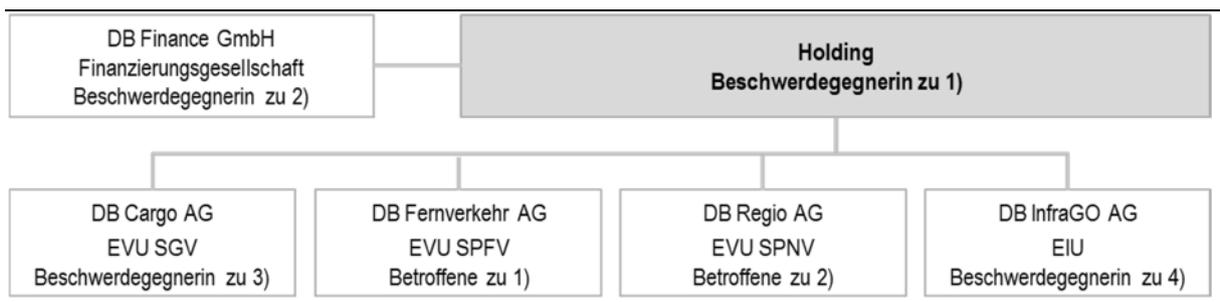
Abbildung 13 - Ermittlung des Emittentenratings der Beschwerdegegnerin zu 3) – Staatsnähe ..... 54

## I. Sachverhalt

Die Beschwerdeführerin ist ein privates Eisenbahnverkehrsunternehmen mit Sitz in Brüssel (Königreich Belgien), das im Bereich des Schienengüterverkehrs tätig ist. Sie ist Rechtsnachfolgerin der ehemaligen belgischen Staatsbahn im Güterverkehrsbereich und das mittlerweile größte private Bahnfrachtunternehmen Europas.

Die Beschwerdegegnerin zu 1) ist eine Holding-Gesellschaft, die im vollständigen Eigentum der Bundesrepublik Deutschland steht. In dem Konzern der Holding sind über 500 Unternehmen im In- und Ausland zusammengeschlossen, die vollständig oder überwiegend (50 % oder mehr) im Eigentum der Beschwerdegegnerin zu 1) stehen. Dazu zählen mehrere Eisenbahninfrastrukturunternehmen (im Folgenden auch: EIU) und mehrere Eisenbahnverkehrsunternehmen (im Folgenden auch: EVU). Die Beschwerdegegnerinnen zu 2) bis 4) und die Betroffenen zu 1) und 2) sind jeweils hundertprozentige Tochtergesellschaften der Beschwerdegegnerin zu 1).

Die Beschwerdegegnerin zu 4) ist die mit Abstand größte Betreiberin von Eisenbahnanlagen (BvEA) in der Bundesrepublik Deutschland. Mit Verschmelzungsvertrag vom 30.11.2023 nahm die Beschwerdegegnerin zu 4) – damals noch unter der Firma „DB Netz AG“ – die DB Station&Service AG vollständig als übernehmende Rechtsträgerin auf (Verschmelzung durch Aufnahme). Seit dem 27.12.2023 firmiert die Beschwerdegegnerin zu 4) unter „DB InfraGO AG“. Die Beschwerdegegnerin zu 3) ist als EVU im Bereich des Schienengüterverkehrs tätig und verfügt in Deutschland insgesamt über einen Marktanteil von ca. 41 % (Jahr 2022). Die Betroffene zu 1) ist als EVU im Bereich des Schienenpersonenfernverkehrs tätig und verfügt in Deutschland über den mit Abstand größten Marktanteil. Die Betroffene zu 2) ist als EVU im Bereich des Schienenpersonennahverkehrs tätig und verfügt in Deutschland über einen Marktanteil von ca. 66 % (Jahr 2022). Die Beschwerdegegnerin zu 2) ist eine Finanzierungsgesellschaft, über welche die Beschwerdegegnerin zu 1) zugunsten der Konzerngesellschaften Finanzmittel am Kapitalmarkt beschafft und bewirtschaftet (Beschwerdegegnerinnen und Betroffene im engeren Sinne werden im Folgenden auch zusammenfassend als Betroffene bezeichnet).



**Abbildung 1 - Struktur Beschwerdegegnerinnen und Betroffene**

Die Finanzierung der Konzerngesellschaften der Beschwerdegegnerin zu 1) erfolgt über eine gemeinsame Finanzierungsstrategie. Langfristiges Kapital wird über die Beschwerdegegnerin zu 2) am Kapitalmarkt aufgenommen und der Beschwerdegegnerin zu 1) zur Verfügung gestellt. Teil der Beschwerdegegnerin zu 1) ist das sog. Konzern-Treasury, das als konzerninterne Bank ohne externe Bankgeschäfte und ohne Finanzierung nicht kontrollierter Beteiligungsgesellschaften für die Konzerngesellschaften fungiert. Das Konzern-Treasury vergibt Darlehen an die einzelnen Konzerngesellschaften, insbesondere auch an die Beschwerdegegnerinnen zu 3) und 4) sowie die Betroffenen zu 1) und 2), und stellt einen Cash-Pool zur

Verfügung, über den sich die Konzerngesellschaften kurzfristige Liquidität verschaffen können. Kurzfristige Finanzmittel werden von der Beschwerdegegnerin zu 1) im eigenen Namen aufgenommen und durch das Treasury den Konzerngesellschaften zugänglich gemacht.

Die Konditionen für die konzerninternen Darlehen werden gemäß Abschnitt 2.4 der Rahmenrichtlinie [REDACTED] festgelegt. Die jeweiligen Darlehenskonditionen werden anhand tagesaktueller laufzeitspezifischer Zinsstrukturkurven, ergänzt um einen ratingabhängigen Bonitätsaufschlag, bestimmt. Grundlage für die Bestimmung des jeweiligen Bonitätsaufschlags bildet ein interner Ratingprozess („Schattenrating“) der jeweiligen Konzerngesellschaft. Für jede Konzerngesellschaft wird dieses Schattenrating einmal jährlich ermittelt. Dabei werden im ersten Schritt qualitative Kriterien, wie das Vorliegen eines regulierten Infrastrukturgeschäftsbetriebs, im Fall der Infrastrukturgesellschaften ein zugehöriger „Government Related Entity Uplift“ aufgrund der ultimativen Eigentümerstellung der Bundesrepublik Deutschland oder das Vorliegen eines Ergebnisabführungsvertrages (im Folgenden: EAV), geprüft. In diesem Kontext ggf. berücksichtigungsfähige Garantien für Darlehen oder Cash-Pool Ausleihungen werden innerhalb des DB-Konzerns (außer im Verhältnis der Beschwerdegegnerin zu 1) zur Beschwerdegegnerin zu 2) wegen deren Emissionstätigkeit) nicht ausgesprochen. Liegt ein qualitatives Kriterium nicht vor, wird das Rating anhand quantitativer Finanzkennzahlen ermittelt. Für diese quantitative Bonitätseinschätzung werden dabei die – ggf. bei Bedarf (z. B. wg. landesspezifischer Bilanzeffekte o. zur Berücksichtigung akt. Geschäftsentwicklungen) adjustierten – Finanzaufstellungen der letzten drei<sup>1</sup> Geschäftsjahre und die Vorschauwerte für das laufende Budgetjahr herangezogen, während mittelfristige Planzahlen unberücksichtigt bleiben.

In der Vergangenheit ergaben sich aus der Ermittlung des internen Schattenratings vier verschiedene Ratingeinstufungen für unterschiedliche Konzerngesellschaften.

Ratingnote (nach S&P <sup>2</sup> )	Entspricht Note [...] nach Moody's	Grade	Zuordnung
AA (= sehr gut)	Aa2	Investment grade: very high	Konzern-EIU (entspricht aus Ratingberichten gemitteltem Konzernrating der Beschwerdegegnerin (10/2021 bzw. 6/2020) und reflektiert die Staatsnähe vollumfänglich.
A- (= gut)	A3	Investment grade: high	Konzerngesellschaften mit EAV zu Beschwerdegegnerin zu 1 (entspricht stand-alone-Rating der Beschwerdegegnerin zu 1, also der Bewertung ohne Berücksichtigung der Staatsnähe, gemittelt aus dem von Ratingagenturen ausgeworfenen sog. „Stand-Alone credit profile“ bzw. „Baseline Credit Assessment“ (BCA). Ggf. übrige Konzerngesellschaften (ermittelt anhand von Finanzkennzahlen, s.o.); Obergrenze für übrige Konzerngesellschaften
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]

**Tabelle 1 - Schattenratings im DB Konzern nach Privatgutachten der [REDACTED] (nachfolgend auch: Privatgutachten), S. 9; Darstellung: BNetzA**

<sup>1</sup> Angabe im Privatgutachten; teils abweichende Darstellung in anderen Stellungnahmen (4 Jahre retrograd)

<sup>2</sup> Ratingagentur Standard & Poor's

Die Zinssätze für Cash-Pool-Ausleihungen bestimmen sich seit dem 1. Quartal 2022 aus der Euro Short-Term Rate (im Folgenden: €STR) und einem währungs- und ratingspezifischem Aufschlag, wobei eine Untergrenze von 0 % (all-in-floor) besteht. Der Aufschlag für EUR-Ausleihung von Konzerngesellschaften mit einem Rating von [REDACTED] nach der Nomenklatur der Ratingagentur Standard & Poor's) entspricht den Konditionen, die der Konzern für kurzfristige Ausleihungen bei einer externen Bank erhält, und beträgt [REDACTED]. Der Aufschlag für EUR-Ausleihungen von Konzerngesellschaften mit einem Rating schlechter als [REDACTED] erhöht sich zusätzlich um die Differenz des Risikoaufschlags für kurzfristige Konzerndarlehen mit Rating [REDACTED] und dem jeweiligen Rating.

In der Vergangenheit gab die Beschwerdegegnerin zu 1 unter anderem Darlehen zu den nachfolgend dargestellten Konditionen an ihre Tochterunternehmen aus.

Tochtergesellschaft	Darlehensvolumen	Laufzeit Beginn	Laufzeit Ende	Zinssatz (Kreditmarge)
Beschwerdegegnerin zu 3 (DB Cargo AG)	[REDACTED] EUR	[REDACTED] 2020	[REDACTED]	[REDACTED]
Beschwerdegegnerin zu 4 (DB InfraGO AG)	400.000.000 EUR	01.04.2021	01.04.2032	0,38 % (0,30 %)
Betroffene zu 1 (DB Fernverkehr AG)	[REDACTED]	[REDACTED] 2020	[REDACTED]	[REDACTED]
Betroffene zu 2 (DB Regio AG)	[REDACTED]	[REDACTED] 2019	[REDACTED]	[REDACTED]

**Tabelle 2 - Darlehenskonditionen im DB-Konzern; Darstellung: BNetzA**

Für Cash-Pool-Einlagen und Auszahlungen in den Jahren 2020 und 2021 (Zeitpunkte 30.06.2020, 31.12.2020, 30.06.2021 und 31.12.2021) galten daneben die nachfolgenden Konditionen für die Tochtergesellschaften entsprechend ihrem Rating

Cash-Pool-Transaktion	Bonität der Tochtergesellschaft	
	Sehr gut (AA bzw. Aa2)	Gut (A bzw. A2)
Zinssatz (Haben)	€STR [REDACTED]	€STR [REDACTED]
Zinssatz (Soll)	€STR [REDACTED]	€STR [REDACTED]

**Tabelle 3 - Cash-Pool-Zinsen nach Privatgutachten, S. 44**

Zum 01.08.2022 galten innerhalb des Konzerns gegenüber den verschiedenen unten benannten Tochtergesellschaften der Beschwerdegegnerin zu 1) zudem die in der nachfolgenden Tabelle 2 dargestellten Cash-Pool-Soll- und Habenzinsen.

Tochtergesellschaft	Zinssatz (Soll)	Zinssatz (Haben)
Beschwerdegegnerin zu 3 (DB Cargo AG)	€STR + [REDACTED]	€STR – [REDACTED]
Beschwerdegegnerin zu 4 (DB InfraGO AG)	€STR + [REDACTED]	€STR – [REDACTED]
Betroffene zu 1 (DB Fernverkehr AG)	€STR + [REDACTED]	€STR – [REDACTED]
Betroffene zu 2 (DB Regio AG)	€STR + [REDACTED]	€STR – [REDACTED]

**Tabelle 4 - Cash-Pool-Konditionen des Konzern-Treasury zum 01.08.2022 (Quelle: DB)**

Am 22.10.2021 leitete die Bundesnetzagentur unter dem Geschäftszeichen BK10-300-21-02 von Amts wegen ein Vorermittlungsverfahren betreffend die Umsetzung von Entflechtungsvorgaben durch die Beschwerdegegnerin zu 1) ein, um die Erforderlichkeit der Eröffnung eines Prüfverfahrens gemäß § 70 ERegG zu bewerten. Die Bundesnetzagentur übersandte der Beschwerdegegnerin zu 1) unter anderem Fragen zu den Konditionen der konzerninternen Darlehensvergabe und des Cash-Poolings, auf die die Beschwerdegegnerin zu 1 mit Schreiben vom 25.11.2021 antwortete.

Mit Schreiben vom 07.12.2021 wandte sich die Beschwerdeführerin an die Bundesnetzagentur und beschwerte sich über verschiedene vermeintliche Verstöße der Beschwerdegegnerinnen zu 1) bis 4) gegen entflechtungsrechtliche Vorgaben. Die Beschwerde richtet sich zum einen

gegen die Gewinnabführung von konzernverbundenen EIU an die Beschwerdegegnerin zu 1) und eine daraus resultierende behauptete tatsächliche oder jedenfalls potentiell mögliche Quersubventionierung konzernverbundener EVU. Zum anderen wendet sich die Beschwerdeführerin gegen die konzerninterne Gewährung von Darlehen zu angeblich nicht marktgerechten Konditionen. Schließlich kritisiert die Beschwerdeführerin die personelle und informationelle Verflechtung im vertikal integrierten Unternehmen.

Die Beschlusskammer hat daraufhin das vorliegende Verfahren eingeleitet und den Beteiligten Gelegenheit zur Stellungnahme gegeben. Die Einleitung des Verfahrens hat die Beschlusskammer auf den Internetseiten der Bundesnetzagentur veröffentlicht. Auf Antrag sind bis zum hiesigen Beschlusserlass sechs Personen oder Personenvereinigungen zum Verfahren hinzugezogen worden.

Mit E-Mail vom 28.01.2022 hat die Beschlusskammer der Beschwerdegegnerin zu 1) mitgeteilt, dass sie das Vorermittlungsverfahren BK10-300-21-02 vor dem Hintergrund des hiesigen Beschwerdeverfahrens eingestellt habe. Die Beschlusskammer hat die Akten aus dem Vorermittlungsverfahren zum hiesigen Beschwerdeverfahren beigezogen.

Ebenfalls mit Schreiben vom 28.01.2022 hat die Beschwerdeführerin ihre Beschwerde um Anträge zur Offenlegung bislang geschwärtzter Informationen, zur Aufforderung zu einer Nachweisführung und zu präventiven Maßnahmen erweitert.

Am 07.03.2022 hat die Beschlusskammer das Verfahren dahingehend erweitert, dass sie sich einerseits vorsorglich auch auf ihre amtswegigen Befugnisse stützt und andererseits den Adressatenkreis des Verfahrens von Amts wegen auf die Betroffenen zu 1 und 2 erstreckt.

Mit E-Mail vom 12.05.2022 haben die Beschwerdegegnerinnen der Bundesnetzagentur ein von ihnen in Auftrag gegebenes Gutachten der [REDACTED] (im Folgenden: [REDACTED] übersandt (im Folgenden: Privatgutachten). Gegenstand des Privatgutachtens ist die Prüfung der Marktüblichkeit der Darlehenskonditionen auf die jeweils letzten abgeschlossenen konzerninternen Darlehensverträge der Beschwerdegegnerinnen zu 3) und 4) und der Betroffenen zu 1) und 2) sowie die aktuell gültigen Konditionen des Cash-Pools. Dabei verwendet das Privatgutachten für die Ermittlung des Stand-Alone-Credit-Profiles (SACP, nachfolgend auch: Baseline Credit Assessment bzw. BCA) der jeweiligen Gesellschaft die von Moody's entwickelte Software RiskCalc™ (nachfolgend: RiskCalc) unter Berücksichtigung allein quantitativer Faktoren. Bei der Berücksichtigung der Staatsnähe und der Konzernintegration greift das Privatgutachten auf Ansätze der Ratingagentur S&P („*Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions*“ (2015) sowie „*General Criteria: Group Rating Methodology*“ (2013)) zurück. Bei der Betrachtung weiterer Aspekte im Kontext der Erhöhung der Kreditwürdigkeit legt das Privatgutachten einen Fokus auf den jeweils zwischen den Tochtergesellschaften und der Beschwerdegegnerin zu 1) bestehenden Ergebnisabführungsvertrag (EAV), um zuletzt zur Bewertung des finalen Ratings (nachfolgend auch: Emittentenrating oder Issuer Rating) zu gelangen.

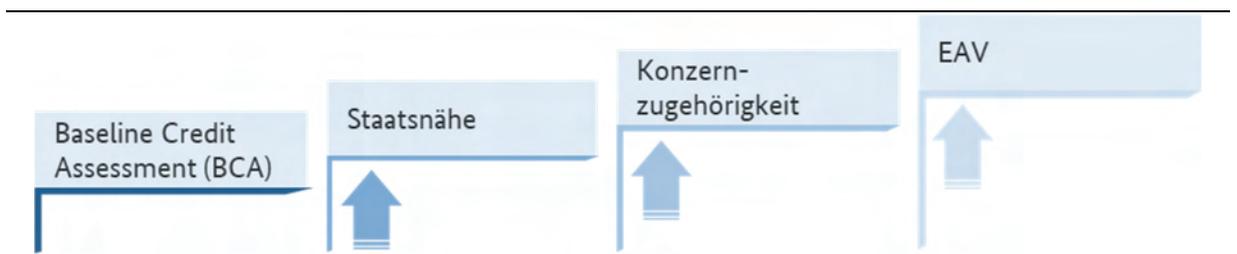


Abbildung 2 - Schema der Ratingableitung im Privatgutachten

Bei der im Rahmen des Privatgutachtens vorgenommenen und die Einordnung bestätigenden Verprobung ergaben sich folgende – streitige – Einzelratings für die einzelnen betrachteten Gesellschaften betreffend den jeweiligen Zeitpunkt der Darlehensvergabe (2019, 2020, 2021) bzw. der Cash-Pool Ausleihung in den Jahren 2020 und 2021.

Konzerngesellschaft	BCA <sup>3</sup>			Emittentenrating (Erg. fett / grau hinterlegt)								
				Staatsnähe			Konzern			EAV		
	19	20	21	19	20	21	19	20	21	19	20	21
Beschwerdegegnerin zu 1) (DB AG)	■	■	■	-	-	-	(A3 <sup>5</sup> )	(A3)	(A3)	-	-	-
Beschwerdegegnerin zu 3) (DB Cargo AG)	-	■	■	-	-	-	-	■	■	-	A3	A3
Beschwerdegegnerin zu 4) (DB InfraGO AG)	-	-	■	-	-	■	-	-	-	-	-	-
Betroffene zu 1) (DB Fernverkehr AG)	-	■	■	-	-	-	-	A3 (core)	A3 (core)	-	-	-
Betroffene zu 2) (DB Regio AG)	■	-	■	-	-	-	A3 (core)	-	A3 (core)	-	-	-

**Tabelle 5 - Ratingermittlung nach ■ (Quelle: Privatgutachten; Darstellung: BNetzA); finales Rating jeweils grau hinterlegt**

Die Beschlusskammer hat per Beweisbeschluss vom 15.07.2022 Beweis durch Sachverständigengutachten zu folgender Beweisfrage erhoben (Klammerzusätze nur hier):

*„Inwieweit entsprechen die von der DB AG der DB Cargo AG, der DB Netz AG, der DB Fernverkehr AG und der DB Regio AG aktuell eingeräumten Zinssätze des Cash-Poolings [entspricht obiger Tabelle 2] sowie die Zinssätze der in Anlage 1 genannten Darlehen [entspricht obiger Tabelle 1] marktüblichen Konditionen unter Berücksichtigung des individuellen Risikoprofils der jeweiligen Unternehmen?“*

In den Gründen des Beweisbeschlusses ist hierzu erläutert worden, dass Gegenstand der Betrachtung die Bedingungen für konzerninterne Darlehen seien, wie sie sich aus der Richtlinie Konzernfinanzierung und der Beschreibung in den Stellungnahmen der Beschwerdegegnerinnen sowie im Parteigutachten der Beschwerdegegnerinnen und Betroffenen vom 12.05.2022, dort insbesondere Abschnitte 4.1 und 4.2, ergäben. Zudem sollten die konkreten Konditionen ausgewählter Darlehen betrachtet werden.

<sup>3</sup> Anm.: Die Benennung der Ratings erfolgt nach der Nomenklatur von Moody's und wurde teils aus der Benotung nach S&P heraus übersetzt. ■ ermittelt das BCA mittels der Software RiskCalc (quantitative Analyse).

<sup>4</sup> Die hier angegebenen Ratings der Beschwerdegegnerin zu 1) beziehen sich auf ihr Rating „ohne“ Infrastruktureinheiten; ausweislich des Privatgutachtens geht die Beschwerdegegnerin zu 1) bei Berücksichtigung der Infrastruktur von folgenden Ratings aus: ■ (2019) ■ (2020) ■ (2021), vgl. ■ Gutachten vom 12.05.2022, S. 26.

<sup>5</sup> Das Rating „A3“ für den Konzern (DB AG, Beschwerdegegnerin zu 1) stammt aus externen Quellen (gemittelter Wert aus Moody's und S&P) und entspricht dem BCA dieser Quellen.

<sup>6</sup> Das BCA-Rating ■ der Beschwerdegegnerin zu 3) für das Jahr 2020 resultiert aus einer Ausklammerung pandemie-bedingter Aspekte im Jahr 2020 – und damit auf dem Wert für 2019. Unter Einbeziehung des Wirtschaftsjahres 2020 kommt das Privatgutachten zu einem Rating von ■ (Privatgutachten, S. 32 nebst Anlagen).

Als Sachverständige ist die IGES Institut GmbH bestellt worden, die sich für die Gutachtenerstellung unter anderem ihres – im Beweisbeschluss namentlich benannten – Mitarbeiters, [REDACTED], bedient.

Am 18.07.2022 hat die Beschlusskammer den Verfahrensbevollmächtigten der Betroffenen den Beweisbeschluss per E-Mail übersandt.

Am 27.07.2022 haben die Betroffenen zur Benennung von [REDACTED] im Beweisbeschluss Stellung genommen und darin „Verwunderung“ über dessen Bestellung sowie Kritik an dessen fachlicher Eignung und Unabhängigkeit bzw. Unparteilichkeit geäußert.

Per E-Mail vom 05.08.2022 haben sich die Betroffenen danach erkundigt, inwieweit die Bundesnetzagentur die in der Stellungnahme vom 27.07.2022 vorgetragenen Bedenken berücksichtigen werde, und wiederholt, dass ihrerseits begründete Zweifel an der Eignung von [REDACTED] bestünden. Die Beschlusskammer hat zur Begründung ihrer Entscheidung bezüglich der fachlichen Eignung des Mitarbeiters der Sachverständigen in einer an die Betroffenen gerichteten E-Mail vom 15.08.2022 auf die Ausführungen im Beweisbeschluss verwiesen.

Das Gutachten ist am 19.12.2022 erstattet worden. Auf den Inhalt des Gutachten nebst ergänzender Erläuterungen vom 24.07.2023 („Ergänzungsgutachten“) sowie die hierauf bezogenen Ausführungen unter II. wird verwiesen.

Auf eine entsprechende Rückfrage der Beschlusskammer vom 19.12.2023 hin hat der Verfahrensbevollmächtigte der Betroffenen telefonisch bestätigt, dass – auch unter Hinweis auf eine kürzlich gehaltene Präsentation von [REDACTED] – aus der Sicht der Betroffenen Gründe bestünden, die die Ablehnung von [REDACTED] als begutachtende Person rechtfertigten.

Die Beschwerdeführerin ist letztlich – anders als zu Beginn des Verfahrens, wo sie eine Zulässigkeit der zentralen Finanzierung generell in Frage stellte und die betrachteten Darlehensverhältnisse als Verstoß gegen das Verbot der mittelbaren Darlehensgewährung zwischen EIU und EVU aus § 8d Abs. 3 ERegG bewertete – der Auffassung, dass § 8 Abs. 5 ERegG auf die betrachteten Darlehens- und Cash-Pool-Beziehungen entgegen der Auffassung der Betroffenen anwendbar sei. Dies gebiete nicht zuletzt die unionsrechtliche Auslegung dieser Norm. Anderenfalls bestünde innerhalb vertikal integrierter Unternehmen die Möglichkeit der Umgehung der rechtlichen Anforderungen durch Beauftragung einer nicht als EIU oder EVU zu qualifizierenden rechtlichen Einheit zur Kontrahierung von Darlehen mit EVU bzw. EIU.

Die Beschwerdeführerin äußert Zweifel daran, ob die Konditionen der konzerninternen Darlehen der Betroffenen den Anforderungen des aus Sicht der Beschwerdeführerin nicht lediglich auf direkte Darlehensbeziehungen zwischen EVU und EIU anwendbaren § 8d Abs. 5 ERegG entsprächen. Weder die zentrale Finanzierung über die Beschwerdegegnerin zu 2) noch der seitens der Betroffenen behauptete Negativsaldo der Infrastrukturgesellschaften im Rahmen des Cash-Poolings schließe einen Verstoß gegen § 8d Abs. 3 bis 4 ERegG aus. Die Anwendung des „At-arms-length-Prinzips“ i. S. d. § 8d Abs. 5 ERegG erfordere es, dass bei der Ermittlung des individuellen Risikoprofils von EVU neben dem Einfluss konzerninterner Infrastrukturunternehmen auch der Einfluss der Staatsnähe eliminiert werde. Insbesondere dürfe eine etwaige staatliche Absicherung von Ausfallrisiken keine Berücksichtigung finden. Dies folge aus § 5 Satz 2 ERegG, wonach das Vermögen von EVU vom Vermögen des Bundes zu trennen sei, was dem durch die Staatsnähe hervorgerufene Gefahr einer Wettbewerbsverzerrung auf dem Markt der EVU entgegenwirken solle. Dem könne auch nicht mit Erfolg entgegengehalten werden, dass mit dem Beihilfenrecht ein abschließender Rechtsrahmen zur Rückforderung von kostenfrei zur Verfügung gestellten staatlichen Ausfallgarantien bestünde.

Darüber hinaus räume die Beschwerdegegnerin zu 1) selbst ein, dass die konzerninternen Darlehen nicht zu Marktbedingungen erfolgten, indem sie angebe, dass die Konditionen denen von Banken entsprächen, wenn diese keine Gewinnerwartung hätten. Zuletzt sei insbesondere hinsichtlich der Beschwerdegegnerin zu 3) anzunehmen, dass die ihr gewährten Zinssätze nicht marktkonform seien. Ihr operatives Ergebnis weise – trotz positiv wirkender bilanzieller Sondereffekte i. H. v. 100 Mio. EUR – seit 2015 erhebliche Verluste auf, und ihre Netto-Finanzverschuldung sei in diesem Zeitraum um 1,1 Mrd. EUR auf 2,5 Mrd. EUR angewachsen. Vor dem Hintergrund sei schon fraglich, ob die Beschwerdegegnerin zu 3) ihren Fremdfinanzierungsbedarf überhaupt selbständig am Markt decken könnte. Es sei anzunehmen, dass eine Finanzierung nur über Garantien des DB-Konzerns erfolgen könne, wobei bei der Betrachtung der Marktkonformität in diesem Fall Avalprovisionen eingepreist werden müssten.

Das von den Betroffenen vorgelegte Privatgutachten weise erhebliche inhaltliche Fehler auf, die es zum Nachweis der Marktkonformität konzerninterner Darlehens- und Cash-Pool-Beziehungen ungeeignet erscheinen ließen.

So widerspreche die dort vorgenommene [REDACTED] über den EAV dem mit § 8d Abs. 5 ERegG verfolgten Zweck und sei darüber hinaus Beleg für eine nach der Richtlinie 2016/2370/EU aufgrund zunehmender Quersubvention verbotene Partizipation der konzerneigenen EVU an den von Konzern-EIU erwirtschafteten Gewinnen.

Auch die Ermittlungsgrundlagen des Schattenratings seien zweifelhaft. So sei – teils auch bedingt durch umfangreiche Schwärzungen im Privatgutachten – anzunehmen, dass auf Seiten der Beschwerdegegnerin zu 3) weder deren Cashflow noch deren Einnahmen berücksichtigt worden seien. Auch sei bezüglich der Beschwerdegegnerin zu 3) der Einfluss bestehender mittelfristiger und langfristiger Leistungsprobleme auf deren Kreditwürdigkeit ausgeklammert worden, während die als hoch angesehene Wahrscheinlichkeit einer Intervention der Bundesregierung oder des DB-Konzerns im Fall einer drohenden Insolvenz der Beschwerdegegnerin zu 3) zur Grundlage für die Bewertung der Kreditwürdigkeit erhoben worden sei. Im Fall der Beschwerdegegnerin zu 3) könne der bestehende EAV zudem nicht [REDACTED], da neben der bestehenden Kündigungsmöglichkeiten die Nachhaftung sich möglicherweise nicht auf die gesamte Laufzeit bereits ausgeglichter Darlehen erstrecke. Im Übrigen sei nicht erkennbar, dass ein wirtschaftlicher Grund für die Beschwerdegegnerin zu 1) bestehe, an dem EAV mit der Beschwerdegegnerin (zu 3)) festzuhalten.

Das seitens der Ratingagentur Standard & Poor's entwickelte und im Privatgutachten für die Bemessung der strategischen Bedeutung eines Unternehmens für den Konzern herangezogene Kriterium „Größe und Erfolgsgrad des Tochterunternehmens und damit praktische Bedeutung für den Gesamtkonzern“ werde seitens der Betroffenen mit Blick auf die Beschwerdegegnerin zu 3) unzulässigerweise als erfüllt angesehen. Die Argumentation des Privatgutachtens zum Konzernrückhalt der Beschwerdegegnerin zu 3) sei zudem widersprüchlich. Insbesondere könne die in diesem Zusammenhang angeführte „Starke Schiene“-Strategie nicht als Beleg für einen Konzernrückhalt bei der Bewertung des Kriteriums „Verkaufswahrscheinlichkeit“ herhalten, da diese Strategie in erster Linie die Verbesserung der Schieneninfrastruktur zum Gegenstand habe. Auch aktuell geplante Umstrukturierungen (Stichwort: InfraGO) belegten, dass der Konzern wandelbar und damit ein etwaiger Verkauf von (unprofitablen) Gesellschaften mit entsprechendem Entfall des Konzernrückhalts nicht unvorstellbar sei. Ähnliches gelte auch bei der Bewertung des Kriteriums „Wichtigkeit für die Strategie der Gruppe“.

Regulatorische Vorgaben müssten nach Auffassung der Beschwerdeführerin zudem zu einer gegenüber den Annahmen des Privatgutachtens zurückhaltenderen Bewertung des Kriteriums „Grad des Engagements des Managements der Gruppe“ führen. Nicht nachvollziehbar sei zudem die optimistische Haltung der Privatgutachter angesichts des Kriteriums „Grad des Erfolgs, bei dem, was sie tun“. Die im weiteren Prüfverlauf positive Bewertung des Rückgriffs der Beschwerdegegnerin zu 3) auf verschiedene Funktionen der Konzernleitung, darunter insbesondere auf die „Treasury“ sei angesichts des hiesigen Beschwerdegegenstands bezeichnend. Die Berücksichtigung lediglich einer „schwächere[n] EK-Quote als der Konzern“ ohne Erwähnung der Schuldenlast bei Bewertung des (auch nach dem Privatgutachten nicht erfüllten) Kriteriums „Nachweis einer dem Gruppenkreditprofil (GCP) angemessenen Kapitalisierung oder Verschuldung“ sei zudem verharmlosend. Auch sei die im Privatgutachten vorgenommene Einbeziehung des separat zu erfassenden EAV in die Bewertungskriterien zum Konzernrückhalt nicht zulässig, zumal im Privatgutachten eine doppelte Verwendung – auch bei Übertrag des Konzernratings auf die Tochtergesellschaft – vorgenommen worden sei.

Die Angaben zum Anteil der Beschwerdegegnerin zu 3) am Gesamtumsatz des Konzerns bei der Bewertung des Kriteriums „Stellt einen signifikanten Teil der konsolidierten Gruppe dar oder ist vollständig in der Gruppe integriert“ seien zudem inkonsistent. So werde an dieser Stelle von einem Umsatz von gut 20% des Umsatzes des Systemverbunds Bahn gesprochen, während an anderer Stelle des Privatgutachtens auf einen Umsatz von 10% hingewiesen werde. Den ungeschwärzten Passagen des Parteigutachtens lasse sich darüber hinaus spiegelbildlich entnehmen, dass eine Unterbewertung der konzerneigenen EIU – insb. auch hinsichtlich der potentiellen Intervention der Bundesregierung – angenommen worden sei. Daneben sei zu konstatieren, dass die im Parteigutachten vorgenommene Übertragung des OECD-Grundsatzes, wonach keines der an konzerninternen Verrechnungen beteiligten Unternehmen hieraus ein Nachteil erwachsen darf, für die Bewertung der Rechtskonformität nach § 8d ERegG ungeeignet sei. Die im Parteigutachten ausgeworfene Bandbreite („Spread“) der als marktüblich bewerteten Zinssätze sei überdies zu weit, um eine Verprobung zu ermöglichen. Die zentrale Konzernfinanzierung begründe zudem eine (indirekte) Quersubventionierung der konzerneigenen EVU durch die konzerneigenen EIU. Insbesondere sei der Verzicht auf Einnahmen zu Gunsten eines anderen Unternehmens der Verwendung bereits erwirtschafteter Einnahmen zu Gunsten eines anderen Unternehmens gleichzustellen. Sofern die Betroffenen hierzu vortrügen, dass das Verfahren mangels bestehender Quersubventionierung einzustellen sei, missverstünden sie die Rechtsauffassung der Beschwerdeführerin. Diese sei nicht dahingehend zu verstehen, dass ein Verstoß gegen die Vorgabe des § 8d Abs. 5 ERegG voraussetze, dass der Beschwerdegegnerin zu 4) Darlehen zu Zinskonditionen über dem Marktniveau gewährt würden.

Die Beschwerdeführerin sieht sich dabei grundsätzlich durch das seitens der Beschlusskammer in Auftrag gegebene Gutachten bestätigt. Insbesondere die Bewertung der Bedeutung des EAV sei sachgerechter und differenzierter als im Privatgutachten. Die Existenz von EAV widerspreche indes dem Regelungsanliegen des § 8d Abs. 5 ERegG – zumindest sofern der EAV zu einer Übertragung / Anhebung von Kreditwürdigkeiten führe.

Die Beschwerdeführerin hat ursprünglich mit Bezug zur finanziellen Entflechtung im Konzern beantragt,

- a) dass die Beschlusskammer geeignete Maßnahmen zur Abstellung folgender Rechtsverstöße durch die Beschwerdegegnerinnen erlässt:
  - die Gewährung von Darlehen zu marktfremden Konditionen (§ 8d Abs. 3, 5 ERegG),
  - die indirekte Quersubventionierung durch zentrale Kreditaufnahme (§ 8d Abs. 1, 8 ERegG),
  - die direkte Quersubventionierung durch Gewinnabführung (§ 8d Abs. 1 ERegG) sowie
  - die personelle Verflechtung (§ 8 Abs. 3, 4 ERegG),
- b) die Beschwerdegegnerin gemäß § 77 Abs. 7 ERegG zu verpflichten, die in der Stellungnahme der Beschwerdegegnerin zu 1 vom 25. November 2021, Az. BK10-300-21-02, S. 6, 7 und 14 unberechtigterweise geschwärzten Informationen der Beschwerdeführerin offenzulegen,
- c) die Beschwerdegegnerin gemäß § 67 Abs. 3 Nr. 3 ERegG aufzufordern, Nachweise für die Einhaltung der §§ 8 ff. ERegG vorzulegen, und
- d) gegenüber der Beschwerdegegnerin gemäß § 67 Abs. 1 ERegG die zur Beseitigung gegenwärtiger und zur Verhütung künftiger Verstöße erforderlichen Maßnahmen zu verfügen.

Die Beschwerdeführerin hat ihren Antrag nach Vorliegen des Sachverständigengutachtens und der ergänzenden Ausführungen der Sachverständigen im Rahmen ihrer Stellungnahme vom 20.09.2023 geändert. Die Beschwerdeführerin beantragt nunmehr sinngemäß,

die Beschwerdegegnerin zu 1 zu verpflichten,

- 1) es zu unterlassen, der Beschwerdegegnerin zu 3) Darlehen zu einem nicht marktüblichen Zinssatz zu gewähren;
- 2) es zu unterlassen, der Beschwerdegegnerin zu 3)<sup>7</sup> Cash Pool-Ausleihungen zu nicht marktüblichen Zinssätzen zu ermöglichen;
- 3) bei der Bestimmung marktüblicher Zinssätze für Darlehen oder Cash Pool-Ausleihungen an die Beschwerdegegnerin zu 3) ein Rating anhand der Maßgaben des von der Beschlusskammer in Auftrag gegebenen Gutachtens anzuwenden, insbesondere ein Stand-Alone-Rating vorzunehmen und nicht das Rating der Beschwerdegegnerin zu 1) auf die Beschwerdegegnerin zu 3) zu übertragen;
- 4) es zu unterlassen, die Verluste der Beschwerdegegnerin zu 3) aufgrund des bestehenden Ergebnisabführungsvertrags auszugleichen, weil dieser wegen des Verstoßes gegen § 8d Abs. 5 ERegG gem. § 134 BGB nichtig ist.

---

<sup>7</sup> im wörtlichen Antrag heißt es: der Beschwerdegegnerin zu 3) „keine“ Cash Pool-Ausleihungen zu nicht marktüblichen Zinssätzen zu ermöglichen; dieser Antrag ist jedoch offensichtlich anders zu verstehen und möglicherweise das Resultat der Unterlassungsformulierung.

Die Beschwerdegegnerinnen beantragen sinngemäß,

die Beschwerde zurückzuweisen.

Die Betroffenen im engeren Sinne beantragen sinngemäß,

das Verfahren einzustellen.

Die Betroffenen sind der Auffassung, dass kein Verstoß gegen § 8d Abs. 3 bis 5 ERegG vorliege. Es bestünde schon kein Anwendungsfall des § 8d Abs. 5 ERegG, da dieser (auch ausweislich der Gesetzesbegründung) nur für die in § 8d Abs. 3 und 4 ERegG angesprochenen Fälle der direkten und indirekten Darlehensvergabe zwischen EVU und Betreibern von Eisenbahnanlagen gelte und diese hier nicht vorlägen. Die Gesellschaften innerhalb des Konzerns dürften Finanzgeschäfte ausschließlich mit den Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 2) bzw. in bestimmten Ausnahmefällen auch direkt mit Banken schließen. Direkte Darlehensbeziehungen zwischen EVU und Betreibern von Eisenbahnanlagen seien somit ausgeschlossen. Auch sei eine indirekte Darlehensgewährung in der Form, dass ein konzerninterner Dritter wie beispielsweise das Konzern-Treasury Mittel des Betreibers von Eisenbahnanlagen einem EVU als Darlehen zur Verfügung stellte, ausgeschlossen, da die von den Betreibern von Eisenbahnanlagen ausgeschütteten Gewinne gänzlich an den Bund weitergegeben würden und die Betreiber von Eisenbahnanlagen auch keine Gelder beim Konzern-Treasury anlegen würden. Auch etwaige andere in Geld messbare Vorteile aus der zentralen Kreditaufnahme führten, so sie denn vorlägen, nicht in zur Anwendbarkeit der auf Darlehensbeziehungen zugeschnittenen Vorgaben. Gleiches gelte in Bezug auf den Vorwurf einer vermeintlichen verdeckten Gewinnausschüttung durch zentrale Kreditaufnahme. Die Darlegung der Marktüblichkeit der konzerninternen Darlehensbedingungen sei damit bereits nicht erforderlich.

Unabhängig von der Frage der Anwendbarkeit des § 8d Abs. 5 ERegG würden dessen Vorgaben aber ohnehin erfüllt. Das Grundprinzip der Konzern-Treasury bestehe darin, alle Geschäfte zu Marktkonditionen zu kontrahieren ("at arm's-length Prinzip"). Bei der Bewertung der Marktüblichkeit seien Konzernzugehörigkeit und Eigentümerstellung der Unternehmen im Sinne finanzmarktlicher Usancen zu berücksichtigen. Dem stehe etwa auch § 5 Satz 2 ERegG nicht entgegen. Das Vorgehen bei der Ermittlung konzerninterner Schattenratings erweise sich ausweislich des Privatgutachtens auch als sachgerecht.

Mit Blick auf das von Seiten der Beschlusskammer in Auftrag gegebene Sachverständigen-gutachten kritisieren die Betroffenen zunächst die Benennung von [REDACTED] als Mitarbeiter der beauftragten Sachverständigen IGES Institut GmbH. [REDACTED] zeichne sich nicht durch eine Expertise im Bereich der Preissetzung bei Finanzinstrumenten aus. Nach Auffassung der Betroffenen ergäben sich zudem Bedenken hinsichtlich der Unabhängigkeit und Unparteilichkeit von [REDACTED]. Diese seien vor allem darin begründet, dass dieser sich seit langem immer wieder kategorisch und mitunter polemisch kritisch gegenüber dem DB-Konzern und insbesondere der vertikalen Integration äußere. Bereits durch die in den von den Betroffenen beispielhaft übersandten Publikationen verwendete Wortwahl ([REDACTED]) komme eine starke Voreingenommenheit in Bezug auf den DB-Konzern zum Ausdruck. Zudem würden in polemischer Weise nicht weiter belegte Vorwürfe im Sinne einer missbräuchlichen Verwendung von Finanzmitteln im DB-Konzern erhoben. Die Integrität von [REDACTED] sei insbesondere im Kontext des hiesigen Verfahrens, welches die Einhaltung der Entflechtungsregeln durch den DB-Konzern

und damit die von [REDACTED] kritisch betrachtete Organisationsstruktur in den Blick nehme, zweifelhaft.

Das Sachverständigengutachten und auch die nach Rückfragen erfolgten Ergänzungen widerlegten überdies auch nicht die Feststellungen des Privatgutachtens. Insbesondere werde die dort verwendete Methodik nicht in Zweifel gezogen. Allgemein sei auch zu konstatieren, dass Auswertungen verschiedener Ratingagenturen zu verschiedenen Ergebnissen führten, woraus jedoch nicht geschlossen werden könne, dass deshalb eine Marktunüblichkeit in dem einen oder dem anderen Fall vorläge. Die seitens [REDACTED] vorgenommene Verwendung von Moody's RiskCalc einerseits und Methoden von S&P andererseits werte das Ergebnis des Privatgutachtens nicht ab. Begründet werden könne der Rückgriff auf Methoden nach S&P mit einer auf stärkerer Formalisierung beruhenden einfachen Anwendbarkeit. Es sei insofern auch nicht nachvollziehbar, weshalb der stark an qualitativen und damit subjektiven Kriterien ausgerichtete Ansatz der behördlich bestellten Sachverständigen nicht mit Hilfe des quantitativ arbeitenden Tools RiskCalc verprobt worden sei. Auch nehme das Sachverständigengutachten keinen Bezug zur Ratingeinschätzung der Bundesbank, die die Beschwerdegegnerin zu 3) mit Investment-Grade einstuft.

Es sei insofern im Sinne des Privatgutachtens sachgerecht, für Konzerngesellschaften, für die ein EAV vorliege, auf das Stand-Alone-Rating der Beschwerdeführerin zu 1) abzustellen. Die (im Privatgutachten) vorgenommene Validierung der Marktüblichkeit der Konditionen führe zu keinem anderen Ergebnis.

Mit Blick auf das Verhältnis des Ratings der Beschwerdegegnerin zu 1) zum Rating der Beschwerdegegnerin zu 4) berücksichtige das von Seiten der Bundesnetzagentur in Auftrag gegebene Sachverständigengutachten fälschlicherweise Aspekte wie die kalkulatorische Managementumlage im Konzern und vorhandene ökologische Altlasten bei der Beschwerdegegnerin zu 4) nicht zu deren Lasten, obgleich diese zu einer Abwertung ihrerseits und einer Aufwertung des Konzerns führen müssten.

Zudem beruhten die Annahmen der Sachverständigen unter anderem auf subjektiv ermittelten Kennzahlen für den Prognosezeitraum. Gemäß der DB-intern bestehenden Planungen für 2022 sei indes – insbesondere in Bezug auf die Beschwerdegegnerin zu 3) – von signifikanten Steigerungen des EBITDA und des operativen Cashflows für alle betrachteten Ratingobjekte auszugehen. Dies müsse zu einer positiveren Bewertung führen. Es sei dabei nicht zulässig, dass die Sachverständige diese nachträglichen Planzahlen nicht berücksichtige. Dabei sei auch darauf hinzuweisen, dass die Sachverständige diese Daten nicht abgefragt habe, obwohl sie eine Reihe von Rückfragen an die Beschwerdegegnerin zu 1) gestellt habe. Überdies seien die von der Sachverständigen vorgenommenen Adjustierungen der Kennzahlen nicht nachvollziehbar.

Der Einfluss des EAV auf die Bewertung der Konzernzugehörigkeit werde im Sachverständigengutachten ebenfalls nicht zutreffend bzw. teils widersprüchlich gewertet: So sei er im Rahmen der Bewertung des Cash-Pools als Garantie, im Rahmen der Darlehensbeziehungen jedoch lediglich als ein Element bei der Bewertung des Konzernrückhalts berücksichtigt worden. Der im Sachverständigengutachten auf maximal zwei Ratingstufen begrenzte Uplift sei zudem nicht nachvollziehbar. Die Begrenzung werde insbesondere durch das im Gutachten angegebene Beispiel der Volkswagen Financial Services AG (Uplift um fünf Stufen) widerlegt. Das Abstellen auf die fünfjährige Nachhaftungspflicht bei Kündigung eines EAV sei nicht sachgerecht. Vielmehr würden Banken auch unabhängig von dieser höchstrichterlich bestimmten Nachhaftung das Rating der Muttergesellschaft annehmen. Strukturell sei angesichts der empirischen Untersuchung im Sachverständigengutachten davon auszugehen, dass ohnehin

nicht ausreichend Ratings mit Berücksichtigung von EAV vorlägen, um eine belastbare Aussage zur (fehlenden) Bedeutung des EAV bei der Bestimmung des Kreditrisikos zu liefern. Entgegen der Auffassung der Beschwerdeführerin verstießen Ergebnisabführungsverträge zudem nicht gegen die Vorgaben des § 8d Abs. 5 ERegG oder des Art. 7d der RL 2012/34/EU.

Auch die Bewertung des Konzernrückhalts durch das Sachverständigengutachten einerseits und die Beschwerdeführerin andererseits sei unzutreffend. Das von der Sachverständigen verwendete „Parent Group Support Framework“ von Moody's sei nicht öffentlich einseh- und dessen Aussagen daher nicht überprüfbar, weshalb die Verwendung unzulässig sei. Dass demgegenüber öffentlich einsehbares Dokument „*Assessing Affiliate Support in the Absence of a Guarantee*“ von Moody's lege ein vom Sachverständigengutachten abweichendes Ergebnis nahe. Zunächst sei das zuletzt genannte Dokument in seinen Aussagen weniger deterministisch als die Annahmen, die auf Grundlage des Parent Group Support Framework getroffen worden seien. Es lege insbesondere dar, dass entgegen der Annahmen im Sachverständigengutachten und den Ergänzungen eine Anhebung des Ratings („Uplift“) bis zum Rating der Muttergesellschaft unproblematisch möglich und mitunter üblich sei. Die Beschwerdegegnerin zu 3) erfülle insofern alle Voraussetzungen dieses Dokuments für eine Gleichsetzung des Ratings mit dem Konzernrating. Auch sei im Sachverständigengutachten die „Starke Schiene“-Strategie des DB-Konzerns und die darin hervorzuhebende Bedeutung der Beschwerdegegnerin zu 3) nicht in Ansatz gebracht worden. So sei die Beschwerdegegnerin zu 3) seit Bestehen der Beschwerdegegnerin zu 1) dauerhaft und eng in den Konzern integriert. Der Schienengüterverkehrs sei zudem fester Bestandteil des Geschäftsmodells des Konzerns und – anders als etwa die Beschwerdeführerin behauptete – eben Teil der „Starke Schiene“-Strategie. Demnach solle die Beschwerdegegnerin zu 3) ihre bisherige Transportleistung zukünftig um 70% erhöhen. Auch das Ziel eines 25-prozentigen Modalanteils des Schienengüterverkehrs sei für den Konzern ohne die Beschwerdegegnerin zu 3) nicht erreichbar und eine Abspaltung des Geschäftsmodells daher auch „imagemäßig“ nicht verkraftbar. Auch die bisherigen Unterstützungsmaßnahmen der Beschwerdegegnerin zu 1) gegenüber der Beschwerdegegnerin zu 3) zeigten, dass eine Trennung völlig fernliegend sei.

Entgegen der Auffassung der Beschwerdeführerin bestünden gerade keine Pläne zur Herauslösung der Infrastruktursparte aus dem Konzern. Vielmehr belegten aktuelle Pläne einen Verbleib der neuen Infrastrukturgesellschaft im Konzern. Auch seien die Ausführungen des Privatgutachtens zur Beurteilung des Kriteriums „signifikanter Teil der konsolidierten Gruppe“ entgegen der Annahme der Beschwerdeführerin nicht inkonsistent. Der Anteil der Beschwerdegegnerin zu 3) am Umsatz des Systemverbands Bahn widerspreche nicht der Höhe des Anteils am Gesamtumsatz des Konzerns. Der Systemverband umfasse im Wesentlichen die Personenverkehrsaktivitäten in Deutschland, die Schienengüterverkehrsaktivitäten sowie Eisenbahninfrastrukturunternehmen, während zum Deutsche Bahn Konzern insgesamt zusätzlich die Großbeteiligungen DB Arriva und DB Schenker zählten. Die beiden Umsatzvergleiche müssten folglich unterschiedlich hoch ausfallen, seien also konsistent und zeigten gleichermaßen die Signifikanz der Beschwerdegegnerin zu 3) im Konzern.

Auch sei das Argument, dass die Beschwerdegegnerin zu 3) auf viele Funktionen der Konzernleitung zurückgreifen könne (Recht, Konzernentwicklung, Buchhaltung, Finanzen Treasury), ein berechtigtes bei der Prüfung des Konzernrückhalts und keineswegs „zirkulär“, wie die Beschwerdeführerin meine. Denn natürlich spreche dieser Sachverhalt in einem Verfahren, in dem es nicht um das „Ob“, sondern um das „Wie“ der Darlehensgewährung gehe, für einen derartigen Rückhalt.

Neben dem Aspekt des Konzernrückhalts sei auch der Umstand zu berücksichtigen, dass Moody's auch bei börsennotierten Konzernen wie der Deutsche Post AG weiterhin die Eigentümerschaft des Bundes positiv berücksichtige. Dies hätte dazu führen müssen, dass sowohl das BCA als auch das endgültige Rating eines hypothetisch entflochtenen Konzerns auch mit den im Sachverständigengutachten verwendeten Methoden im [REDACTED] liegen.

Darüber hinaus berücksichtige das Sachverständigengutachten durch Verwendung eines Indexes von Markit (iBoxx) die Variabilität von Zinsen nicht hinreichend. Um eine robuste Schätzung der Marktüblichkeit vorzunehmen, hätte das Sachverständigengutachten am Markt beobachtbaren Bandbreiten statistisch auswerten und berücksichtigen müssen. Die im Sachverständigengutachten gewählte Methode, bei den iBoxx-Indizes angrenzende Ratingklassen für die Ableitung von Bandbreiten zu nutzen, reiche nicht aus, um die Streuung der Anleiherenditen ausreichend zu berücksichtigen. Es sei vielmehr erforderlich, die statistische Verteilung zu reflektieren, die der Mittelwertbildung zu Grunde liegt. So zeige sich, dass sich die Renditen von Anleihen unterschiedlicher Ratingklassen stark überlappten und je nach Laufzeit und Ratingklasse Standardabweichungen in der Größenordnung von 0,3% bis 3% aufwiesen. Das gleiche gelte für die gewählte Methode, die zeitliche Variabilität auf Basis von zwei Zeitpunkten (1 Tag und 1 Monat vor Stichtag) abzubilden. Hierbei könne die zwischen den beiden Zeitpunkten mögliche Zinsvariabilität nicht berücksichtigt werden.

Die Ergebnisse des Gutachtens erzwingen indes ohnehin eine Einstellung des Verfahrens. Der Verfahrensvorwurf habe sich – auch unter Zugrundelegung der Rechtsauffassung der Beschwerdeführerin – erledigt. Dies liege maßgeblich daran, dass Sinn und Zweck des § 8d Abs. 5 ERegG auch nach der (von den Betroffenen mit Blick auf das Verhältnis zu den Abs. 3 und 4 nicht geteilten, s.o.) Rechtsauffassung der Beschlusskammer und der Rechtsauffassung Beschwerdeführerin darin bestünden, potentielle Wettbewerbsverzerrungen, insb. durch Quersubventionierungen, zu verhindern. Dieser Vorwurf sei von der Beschlusskammer bei der Beauftragung des Sachverständigengutachtens im Beweisbeschluss als Grundlage des Verfahrens bezeichnet worden. Zwar sei dem Gutachten der Befund zu entnehmen, dass die Zinssätze für Darlehen gegenüber der Beschwerdegegnerin zu 3) vermeintlich nicht marktüblich seien. Entscheidend sei jedoch, dass sowohl nach dem Privatgutachten als auch nach dem von der Beschlusskammer beauftragten Sachverständigengutachten feststehe, dass die gegenüber der Beschwerdegegnerin zu 4) angewandten Zinssätze marktüblich seien. Damit scheide eine Quersubventionierung der im Wettbewerb stehenden EVU durch Betreiber von Eisenbahnanlagen innerhalb des Konzerns aus. Es sei (aus der Darlehensbeziehung zur Beschwerdegegnerin zu 4) „kein Geld übrig“, dass zur Quersubventionierung verwendet werden könnte. Insbesondere liege nicht der von der Beschwerdeführerin skizzierte Fall vor, dass dem Betreiber von Eisenbahnanlagen ein marktunüblich hoher Zinssatz in Rechnung gestellt würde, während im Wettbewerb stehende Einheiten des vertikal integrierten Unternehmens marktunüblich günstigere Zinssätze erhielten. Um alle Zweifel auszuschließen, würden die Infrastruktargesellschaften zudem so gesteuert, dass sie immer ein Negativsaldo in Cash-Pool-Konten mit der Beschwerdegegnerin zu 1) aufwiesen.

Am 20.03.2024 hat die Beschlusskammer dem Bundeskartellamt Gelegenheit zur Stellungnahme zur beabsichtigten Entscheidung gegeben. Das Bundeskartellamt hat mit Schreiben vom 21.03.2024 erklärt, von einer Stellungnahme abzusehen.

Wegen der weiteren Einzelheiten des Sach- und Streitstandes wird auf die Verfahrensakten und auf die Ausführungen unter Ziffer II. verwiesen.

## II. Gründe

Auf die teilweise begründete Beschwerde hin werden die Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) in dem aus den Tenorziffern 1 und 2 ersichtlichen Umfang verpflichtet. Die Verpflichtungen nach Tenorziffer 1 und Tenorziffer 2 sind zudem jeweils mit einer Zwangsgeldandrohung versehen.

Rechtsgrundlagen für die ausgesprochenen Verpflichtungen sind Art. 56 Abs. 1 lit. j) und Abs. 9 RL 2012/34/EU bzw. (hilfsweise) § 67 Abs. 1 Satz 1 ERegG sowie § 70 Abs. 1 Satz 3 i. V. m. Abs. 1 Satz 1 und Abs. 3 Nr. 2 ERegG bzw. (hilfsweise) § 67 Abs. 4 und § 67 Abs. 1 ERegG.

Die Beschlusskammer stützt ihr Vorgehen, was die nach Tenorziffer 1. auferlegten Verpflichtungen angeht, in erster Linie auf die unmittelbare Anwendung des Art. 56 Abs. 1 lit. j) i. V. m. Abs. 9 RL 2012/34/EU.

Diese Anwendung europäisches Rechts trägt der defizitären Umsetzung des Art. 56 Abs. 1 lit. j) i. V. m. Abs. 9 RL 2012/34/EU im deutschen Recht bei gleichzeitiger unmittelbarer Anwendbarkeit der Richtlinienbestimmungen Rechnung.

Gemäß Art. 56 Abs. 1 lit. j) RL 2012/34/EU hat ein Antragsteller (im deutschen Recht: Zugangsberechtigter), sofern er der Auffassung ist, ungerecht behandelt, diskriminiert oder auf andere Weise in seinen Rechten verletzt worden zu sein, das Recht, die Regulierungsstelle zu befragen, und zwar insbesondere gegen Entscheidungen des Infrastrukturbetreibers (im deutschen Recht: Betreiber von Eisenbahnanlagen, BvEA) oder gegebenenfalls des Eisenbahnunternehmens (im deutschen Recht: Eisenbahnverkehrsunternehmen) oder des Betreibers einer Serviceeinrichtung betreffend u. a. die Erfüllung der Anforderungen gemäß Art. 7d RL 2012/34/EU (Art. 7d Abs. 4 RL 2012/34/EU wird im deutschen Recht umgesetzt durch § 8d Abs. 5 ERegG). Gemäß Art. 56 Abs. 9 RL 2012/34/EU prüft die Regulierungsstelle die Beschwerde und fordert gegebenenfalls einschlägige Auskünfte an und leitet Gespräche mit allen Betroffenen ein. Innerhalb einer vorab bestimmten angemessenen Frist, in jedem Fall aber binnen sechs Wochen nach Erhalt aller sachdienlichen Informationen entscheidet sie über die betreffenden Beschwerden, trifft Abhilfemaßnahmen und setzt die Betroffenen über ihre begründete Entscheidung in Kenntnis.

Die Vorschrift des Art. 56 Abs. 1 lit. j) i. V. m. Abs. 9 RL 2012/34/EU ist im deutschen Recht nur teilweise und damit letztlich defizitär umgesetzt worden. Denn die Regelungen des § 68 Abs. 2 und 3 ERegG, die in den Beschwerdefällen des § 66 Abs. 1 und 4 ERegG als Ermächtigungsnormen für Maßnahmen der Regulierungsbehörde dienen, erlauben es der Regulierungsbehörde lediglich, Maßnahmen gegenüber Eisenbahninfrastrukturunternehmen zu ergreifen. Damit wird der Behörde jedoch ein Vorgehen gegenüber den Betroffenen – mit Ausnahme der Beschwerdegegnerin zu 4) – in reinen Beschwerdeverfahren verwehrt.

Die Richtlinie limitiert den Anwendungsbereich des Art. 56 und das in ihm zur Geltung kommende Beschwerderecht sowie die danach der Regulierungsbehörde erwachsenden Befugnisse indes nicht auf ein Vorgehen gegenüber Eisenbahninfrastrukturunternehmen, sondern legt lediglich fest, dass eine Beschwerde sich *insbesondere* – und demnach nicht abschließend – auf Handlungen eines Infrastrukturbetreibers beziehen kann. Zugleich benennt lit. j) explizit die Erfüllung der Anforderungen des Art. 7d RL 2012/34/EU als tauglichen Beschwerdegegenstand. Art. 7d RL 2012/34/EU adressiert neben EVU und Infrastrukturbetreibern auch alle anderen rechtlichen Einheiten eines vertikal integrierten Unternehmens (VIU). Auch Art. 56 Abs. 9 RL 2012/34/EU schränkt die Befugnisse der Regulierungsbehörde nicht auf Maßnahmen gegenüber bestimmten Adressaten ein.

Gleichzeitig ist in der europäischen Rechtsprechung anerkannt, dass Art. 56 Abs. 1 und 9 RL 2012/34/EU die Voraussetzungen für eine unmittelbare Anwendbarkeit von Richtlinienrecht erfüllen,

vgl. zur unionrechtswidrig limitierten (zeitlichen) Reichweite des § 68 Abs. 3 ERegG sowie zur unmittelbaren Richtlinienanwendung von Art. 56 RL 2012/34/EU bei defizitärer Umsetzung im nationalen Recht: EuGH, Urteil vom 27.10.2022, Rs. C-721/20, ODEG Ostdeutsche Eisenbahn GmbH, Rn. 74 und 87 (juris); EuGH, Urteil vom 07.03.2024, Rs. C-582/22, Die Länderbahn, Rn. 62f.; VG Köln, Beschluss vom 8.06.2022, Az. 18 L 2262/21, Rn. 24 ff. (juris); siehe zuvor auch schon EuGH, Urteil vom 08.07.2021, Rs. C-120/20, Koloje Mazowieckie, Rn. 58 m. w. N.

Demnach ist Art. 56 RL 2012/34/EU taugliche Ermächtigungsgrundlage für die hier in Tenorziffer 1 getroffenen Entscheidungen der Beschlusskammer.

Aus Gründen äußerster Vorsicht stützt sich die Beschlusskammer zudem hilfsweise auf die – amtswegige – Norm des § 67 Abs. 1 Satz 1 ERegG.

Nach dieser Vorschrift kann die Regulierungsbehörde gegenüber Eisenbahnen und den übrigen nach diesem Gesetz Verpflichteten die Maßnahmen treffen, die erforderlich sind, um Verstöße gegen dieses Gesetz oder unmittelbar geltende Rechtsakte der Europäischen Union im Anwendungsbereich dieses Gesetzes zu beseitigen oder zu verhüten.

Mit diesem hilfsweisen Vorgehen soll letzten Zweifeln begegnet werden, die sich aus dem Fehlen des VIU in der – exemplarischen – Aufzählung des Art. 56 Abs. 1 RL 2012/34/EU (dort werden Entscheidungen des Infrastrukturbetreibers, des Eisenbahnunternehmens oder des Betreibers einer Serviceeinrichtung als Beschwerdeobjekte ausdrücklich genannt) oder aus der eher offenen Formulierung des Art. 56 Abs. 9 RL 2012/34/EU hinsichtlich der Rechtsfolgen (die Regulierungsbehörde „trifft Abhilfemaßnahmen“) ergeben könnten. § 67 Abs. 1 Satz 1 ERegG erlaubt der Regulierungsbehörde auf jeden Fall ein Vorgehen gegen die einzelnen Einheiten eines VIU wie etwa hier der Beschwerdegegnerin zu 1) als kontrollierendem Unternehmen gemäß § 1 Abs. 25 Nr. 1 ERegG und ist auch hinsichtlich der Rechtsfolgen stärker konturiert.

Was Tenorziffer 2 anbelangt, ist die Regulierungsbehörde gemäß § 70 Abs. 1 und Abs. 3 Nr. 2 ERegG befugt, u.a. alle rechtlichen Einheiten eines VIU zu prüfen, um festzustellen, ob die Bestimmungen zur Entflechtung, zur Verhinderung von Interessenkonflikten und zur finanziellen Transparenz nach den §§ 5 bis 8d und 12 ERegG eingehalten werden. Die Regulierungsbehörde ist in diesem Zusammenhang u. a. befugt, von den Beteiligten die Auskünfte, Unterlagen und sonstigen Daten zu verlangen, die erforderlich sind, um diese Überprüfung wirksam durchzuführen. Der Überprüfung unterliegen nach Abs. 3 Nr. 2 insbesondere Darlehen im Sinne des § 8d Abs. 5 bzw. § 80 Abs. 2 ERegG.

Aus Gründen äußerster Vorsicht stützt die Beschlusskammer ihre Entscheidungen zur Auskunftspflicht zudem hilfsweise auf § 67 Abs. 4 und 6 ERegG und höchst hilfsweise auf § 67 Abs. 1 Satz 1 ERegG. Danach kann die Regulierungsbehörde Auskünfte verlangen, die zur Durchführung der ihr übertragenen Aufgaben erforderlich sind (§ 67 Abs. 4 ERegG) bzw. Maßnahmen treffen, die zur Beseitigung oder Verhütung von Gesetzesverstößen erforderlich sind.

Rechtsgrundlagen für die Zwangsgeldandrohungen nach Tenorziffer 3 sind §§ 6 Abs. 1, 9 Abs. 1 lit. b), 11 Abs. 1 und § 13 Abs. 1 Verwaltungsvollstreckungsgesetz (VwVG) i. V. m. § 67

Abs. 1 Satz 2 ERegG. Danach kann die Regulierungsbehörde ihre Anordnungen mit einem Zwangsgeld in Höhe von bis zu 500.000 EUR verbinden.

Der Beschluss konnte als Teilbeschluss ergehen (hierzu unter II.1) und ist formell (hierzu unter II.2) und materiell (hierzu unter II.3) rechtmäßig.

## **II.1 Zulässigkeit der Teilentscheidung**

Der vorliegende Beschluss ergeht zulässigerweise als Teilbeschluss.

Der Erlass von Teilregelungen ist unter Berücksichtigung des Grundsatzes der Zweckmäßigkeit des Verfahrens (§ 10 S. 2 VwVfG) auch ohne besondere Ermächtigung in der Regel zulässig, da er als Minus von der Ermächtigung zum Erlass des „vollständigen“ Verwaltungsakts umfasst ist,

vgl. BVerwG, Urteil vom 03.03.2016 – 6 C 63/14 -, Rn. 18 (juris).

Die vorliegende Beschwerde der Beschwerdeführerin beinhaltet voneinander unabhängige Anträge und stellt sich daher als teilbar dar. Die Beschlusskammer hat bereits am 28.06.2022 über einen ersten Teil der Beschwerdeanträge, nämlich betreffend die Gewinnabführung, entschieden. Der hiesige Teilbeschluss bezieht sich auf die Anträge der Beschwerdeführerin auf Erlass geeigneter Maßnahmen zur Abstellung und Verhütung behaupteter Verstöße im Zusammenhang mit der konzerninternen finanziellen Entflechtung.

Die Entscheidung über die verbleibenden Beschwerdeanträge betreffend die personelle sowie informationelle Entflechtung bleibt einer gesonderten Entscheidung vorbehalten.

Auch mit Blick auf die amtswegig geführten Teile des Verfahrens liegt eine Teilbarkeit vor. Die hier vorliegende Beschluss behandelt abschließend die verfahrensgegenständlichen Fragestellungen zur finanziellen Entflechtung. Hiervon unabhängig wird das Verfahren betreffend die personelle bzw. informationelle Entflechtung fortgeführt.

## **II.2 Formelle Rechtmäßigkeit**

Der Beschluss ergeht formell rechtmäßig.

Die Beschlusskammer ist für die Durchführung des hiesigen Verfahrens zuständig. Die Zuständigkeit liegt gemäß § 4 Abs. 2 Satz 2 des Gesetzes über die Eisenbahnverkehrsverwaltung des Bundes (Bundeseisenbahnverkehrsverwaltungsgesetz – BEVVG) i. V. m. § 77 Abs. 1 Satz 1 ERegG bei einer Beschlusskammer der Bundesnetzagentur. Nach dem Organisationsplan der Bundesnetzagentur ist für derartige Entscheidungen die Beschlusskammer 10, Eisenbahnen, zuständig. Die Verfahrensvorschriften sind gewahrt worden.

Die Entscheidung ergeht nach Anhörung der Beteiligten (§ 77 Abs. 6 Satz 1 ERegG). Auf die Durchführung einer öffentlichen mündlichen Verhandlung hat die Beschlusskammer verzichtet. Nach § 77 Abs. 6 Satz 3 ERegG kann die Beschlusskammer eine öffentliche mündliche Verhandlung auf Antrag eines Beteiligten oder von Amts wegen durchführen. Vorliegend haben die Verfahrensbeteiligten keine entsprechenden Anträge gestellt. Auf eine amtswegige Durchführung hat die Beschlusskammer im Wege pflichtgemäßer Ermessensausübung verzichtet. Dafür war der Umstand maßgeblich, dass die Verfahrensbeteiligten schriftlich ausreichend und gleichwertig angehört werden konnten.

Die Entscheidung ist gemäß § 77 Abs. 5 ERegG mit der für Eisenbahnregulierung zuständigen Abteilung der Bundesnetzagentur abgestimmt worden.

Dem Bundeskartellamt ist Gelegenheit zur Stellungnahme gemäß § 9 Abs. 3 Bundesbahnverkehrsverwaltungsgesetz gegeben worden.

### **II.3 Materielle Rechtmäßigkeit**

Der Beschluss ist auch materiell rechtmäßig.

Die Beschwerde ist zulässig (hierzu unter II.3.1) und teilweise begründet (hierzu unter II.3.2). Hinsichtlich der Darlehen zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 4) sowie der Beschwerdegegnerin zu 1) und den Betroffenen im engeren Sinne fehlt es an der Tatbestandsmäßigkeit (hierzu unter II.3.3).

Sofern einzelne getroffene Anordnungen der Beschlusskammer nicht vom Beschwerdeantrag selbst gedeckt sind, ergeht die Entscheidung dennoch materiell rechtmäßig. Denn die Reichweite der regulierungsbehördlichen Entscheidung wird nicht durch den Antrag der Beschwerde eines Zugangsberechtigten determiniert. Das Beschwerdeverfahren hat insoweit lediglich eine Anstoßfunktion. Einer konkreten Betroffenheit der Beschwerdeführerin im Sinne des § 68 Abs. 2 ERegG bedurfte es vorliegend für die Entscheidungen der Beschlusskammer daher gerade nicht,

VG Köln, Beschluss vom 25.06.2021, Az. 18 L 362/21, Rn. 19 (juris).

#### **II.3.1 Zulässigkeit der Beschwerde**

Soweit das Verwaltungsverfahren und die in diesem Beschluss getroffenen Anordnungen der Beschlusskammer auf der Beschwerde der Beschwerdeführerin beruhen, ist diese Beschwerde als zulässig zu bewerten. Sie ist insbesondere statthaft.

Die Statthaftigkeit folgt aus einer unmittelbaren Anwendung von Art. 56 Abs. 1 lit. j) i. V. m. Art. 7d Abs. 4 RL 2012/34/EU (s. o. unter II.). Die Beschwerdeführerin wendet sich hier gegen die aus ihrer Sicht unzureichende Einhaltung der Entflechtungsvorgabe des § 8d Abs. 5 ERegG, mit der die Vorgabe des Art. 7d Abs. 4 RL 2012/34/EU umgesetzt werden soll.

#### **II.3.2 (Teilweise) Begründetheit der Beschwerde**

Die Beschwerde ist jedenfalls teilweise begründet.

Die Beschwerde ist begründet, soweit sie sich auf die (fehlende) Marktüblichkeit des Zinssatzes in dem zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) am [REDACTED] 2020 geschlossenen Darlehensvertrag zum Auszahlungszeitpunkt am [REDACTED] 2020 bezieht (hierzu unter II.3.2.2). Sie ist unbegründet, sofern sie sich darüber hinaus auf die (fehlende) Marktüblichkeit der Cash-Pool-Konditionen zum 01.08.2022 im Verhältnis zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) bezieht (hierzu unter II.3.2.3). Sie ist zudem unbegründet, soweit sie eine Untersagung des Verlustausgleichs aufgrund von Nichtigkeit des EAV zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) zum Gegenstand hat (hierzu unter II.3.2.4).

Vorab ist festzuhalten, dass keine durchgreifenden Zweifel an der Unbefangenheit des beauftragten Mitarbeiters der Sachverständigen bestehen, so dass die aus dem Gutachten erwachsenen Erkenntnisse voll verwertbar sind (hierzu unter II.3.2.1).

##### **II.3.2.1 Unbefangenheit des Mitarbeiters der beauftragten Sachverständigen**

Es bestehen keine durchgreifenden Zweifel an der Unbefangenheit des namentlich im Beweisbeschluss benannten Mitarbeiters der beauftragten Sachverständigen.

Die Betroffenen haben keinen Antrag auf Ablehnung von [REDACTED] als Mitarbeiter der Sachverständigen IGES Institut GmbH wegen angeblicher Besorgnis der Befangenheit gestellt. Hilfsweise wäre ein Antrag unzulässig gewesen (hierzu unter II.3.2.1.1). Die überdies vorgenommene amtswegige Überprüfung der Unbefangenheit hat zudem keine durchgreifenden Zweifel an derselben ergeben (hierzu unter II.3.2.1.2).

### II.3.2.1.1 Kein Ablehnungsantrag

In den Äußerungen der Betroffenen hinsichtlich einer von diesen befürchteten mangelnden Unparteilichkeit von [REDACTED] ist kein, Hilfsweise kein rechtzeitiges Ablehnungsgesuch zu erkennen.

Gemäß § 65 Abs. 1 Satz 2 VwVfG i. V. m. § 406 Abs. 1 Satz 1 ZPO kann ein Sachverständiger aus denselben Gründen, die zur Ablehnung eines Richters berechtigen, abgelehnt werden. Gemäß § 406 Abs. 3 Hs. 1 ZPO ist der Ablehnungsgrund glaubhaft zu machen. Nach § 42 Abs. 1 ZPO kann ein Richter sowohl in den Fällen, in denen er von der Ausübung des Richteramts kraft Gesetzes ausgeschlossen ist, als auch wegen Besorgnis der Befangenheit abgelehnt werden. Gemäß § 406 Abs. 2 ZPO (entsprechend) ist der Ablehnungsantrag bei der Behörde, von der der Sachverständige ernannt ist, vor seiner Vernehmung zu stellen, spätestens jedoch binnen zwei Wochen nach Verkündung oder Zustellung des Beschlusses über die Ernennung. Zu einem späteren Zeitpunkt ist die Ablehnung nur zulässig, wenn der Antragsteller glaubhaft macht, dass er ohne sein Verschulden verhindert war, den Ablehnungsgrund früher geltend zu machen.

Die Ernennung der IGES Institut GmbH zur Sachverständigen unter Benennung von [REDACTED] als maßgeblichem Mitarbeiter erging durch Beweisbeschluss vom 15.07.2022 und wurde den Verfahrensbevollmächtigten der Betroffenen am 18.07.2022 via E-Mail zugesandt. Am 27.07.2022 haben die Betroffenen zur Ernennung Stellung genommen und hierbei insbesondere Zweifel an der Unabhängigkeit und Unparteilichkeit bzw. Unvoreingenommenheit von [REDACTED] geäußert.

Die Betroffenen haben dabei keinen ausdrücklichen Ablehnungsantrag gestellt. Es war daher im Wege der Auslegung zu bestimmen, ob ein Ablehnungsgesuch vorliegt. Dabei genügt es, wenn durch Auslegung ermittelt werden kann, dass ein erkennbarer Wille besteht, einen anderen Sachverständigen mit der Sache zu betrauen. Nicht ausreichend ist hingegen eine reine Kritik an der begutachtenden Person. Zweifel bei der Auslegung sind dabei zu Lasten der Partei zu werten, die den Sachverständigen ablehnt,

vgl. zur vergleichbaren Rechtslage bei der Ablehnung von Richtern: *Stackmann*, in: Münchener Kommentar zur ZPO, 6. Auflage 2020, § 44 ZPO, Rn. 5 am Ende; *Heinrich*, in: Musielak/Voit, ZPO, 20. Auflage 2023, § 44 ZPO, Rn. 4; *Vossler*, in Vorwerk/Wolf, BeckOK ZPO, 51. Edition, Stand 01.12.2023, § 44 ZPO Rn. 8.

Nach diesem Maßstab liegt kein, Hilfsweise kein fristgerechtes Ablehnungsgesuch vor.

Im Rahmen der Auslegung ist zunächst festzuhalten, dass das Schreiben vom 27.07.2022 ausweislich der begleitenden E-Mail als „Stellungnahme“ übermittelt wurde. Im Schreiben vom 27.07.2022 selbst teilen die Betroffenen ihr „Erstaunen“ über die Bestellung des Mitarbeiters der Sachverständigen und die Begründung seiner Wahl mit. Im weiteren Verlauf des Schreibens stellen die Betroffenen zunächst Kritik an der Begründung der Bestellung desselben dar (der Rückschluss der Beschlusskammer von der Expertise bei der Herleitung von Kapitalkosten auf die Marktüblichkeit der Preissetzung von Finanzinstrumenten sei nicht zwingend). Die Betroffenen beschreiben, dass ihnen der ausgewählte Mitarbeiter der Sachverständigen nicht

durch einschlägige Veröffentlichungen als Experte bekannt sei. Weder stellen sie dar, dass die betreffende Person ungeeignet sei, noch fordern sie die Wahl einer anderen Person.

Der weiter anschließende Abschnitt des Schreibens befasst sich mit Äußerungen des Mitarbeiters der Sachverständigen u.a. über den DB Konzern. Hier finden sich Kritikpunkte, die aus der Sicht der Betroffenen heraus eine (starke) Voreingenommenheit desselben gegenüber dem DB Konzern nahelegen. Die Betroffenen schreiben von „erheblichen Zweifel[n] im Hinblick auf die Unabhängigkeit und Unparteilichkeit“ (wobei sich für Zweifel an der Unabhängigkeit jedoch keinerlei Begründungsansätze zeigen). Auch insoweit wird aber kein Wunsch nach der Bestellung einer anderen Person geäußert.

Erst das Folgeschreiben der Betroffenen, das allerdings bereits außerhalb der zweiwöchigen Ablehnungsfrist des § 406 ZPO bei der Beschlusskammer einging, lässt erstmals erkennen, dass die Betroffenen mit ihrer Kritik eine konkrete Reaktion der Beschlusskammer im Blick hatten. Im Schreiben vom 05.08.2022 erkundigen sich die Betroffenen, „inwieweit“ die Beschlusskammer beabsichtige, den von ihr vorgebrachten und mit dem neuerlichen Schreiben noch einmal bekräftigten Bedenken Rechnung zu tragen. Selbst in diesem Schreiben wird aber nicht erkennbar, dass die Betroffene noch eine Entscheidung über ein „Ablehnungsgesuch“ erwartet. Vielmehr spricht der Wortlaut dafür, dass die Betroffenen danach fragen, ob die Beschlusskammer die vorgetragenen Kritikpunkte zum Anlass für eine amtswegige Tätigkeit nimmt.

Erst im dritten, mit Blick auf die zweiwöchige Ablehnungsfrist deutlich verfristeten, Schreiben sprechen die Betroffenen ausdrücklich einen möglichen „Wechsel des ausgewählten Gutachters“ an. Auch hier bleibt es aber dabei, dass die Betroffenen nicht davon sprechen, dass sie eine Entscheidung über ihr Ablehnungsgesuch vermissen.

Auch die mündliche Nachfrage am 20.12.2023 führte zu keinem anderen Ergebnis. Der Vertreter der Beschwerdegegnerinnen und Betroffenen erklärte, dass aus seiner Sicht Gründe für eine Ablehnung vorlägen, stellte aber erstens keinen ausdrücklichen Ablehnungsantrag und bat zudem auch nicht um Bestellung einer anderen Sachverständigen bzw. Betrauung eines anderen Mitarbeiters der Sachverständigen. Auch diese jüngeren Ausführungen erscheinen eher als Hinweis auf eine amtswegige Prüfung der Unparteilichkeit und hinreichenden Kompetenz des Mitarbeiters der Sachverständigen als ein Ablehnungsantrag.

In der Gesamtschau ist mithin festzuhalten, dass kein, hilfsweise kein zulässiges, Ablehnungsgesuch vorliegt.

### **II.3.2.1.2 Unparteilichkeit des Mitarbeiters der beauftragten Sachverständigen**

Die amtswegige Überprüfung der Unparteilichkeit des Mitarbeiters der beauftragten Sachverständigen hat keine durchgreifenden Bedenken ergeben.

Auch wenn kein, hilfsweise kein zulässiges, Ablehnungsgesuch vorliegt und damit grundsätzlich die Verwertbarkeit des Gutachtens feststeht, wären die vorgetragenen Argumente zur angeblichen Voreingenommenheit der betreffenden Person bei der Beweiswürdigung zu berücksichtigen, weil durch die Person entstehende Zweifel an der Unparteilichkeit der Sachverständigen den Beweiswert des Gutachtens beeinträchtigen können,

vgl. *Huber*, in Musielak/Voit, ZPO, 20. Auflage 2023, § 406 ZPO, Rn. 18.

Die Beschlusskammer hat daher von Amts wegen geprüft, ob die vorgetragenen Argumente betreffend den Mitarbeiter der Sachverständigen oder offensichtliche anderweitige Aspekte die Besorgnis der Befangenheit der Sachverständigen begründen.

Wegen Besorgnis der Befangenheit findet entsprechend § 42 Abs. 2 ZPO die Ablehnung statt, wenn ein Grund vorliegt, der geeignet ist, Misstrauen gegen die Unparteilichkeit eines Sachverständigen zu rechtfertigen. Hierfür genügt grds. jede Tatsache, die ein auch nur subjektives Misstrauen der Partei in die Unparteilichkeit des Sachverständigen – ausgelöst etwa durch dessen Verhalten oder dessen Nähe zu einer Partei – vernünftigerweise rechtfertigen kann,

*Greger, in Zöller, ZPO, 35. Aufl., 2024, § 406 ZPO, Rn. 6; vgl. zudem BGH, Beschluss vom 21.02.2006, Az. X ZR 103/04, Rn. 5 (juris): „Deshalb ist entscheidend, ob objektive Gründe vorliegen, die einer besonnenen und vernünftig denkenden Partei Anlass geben können, an der Unvoreingenommenheit und Unparteilichkeit des Sachverständigen zu zweifeln. Dies ist grundsätzlich vom Standpunkt des Ablehnenden aus zu beurteilen. Darauf, ob der gerichtliche Sachverständige tatsächlich befangen ist oder sich befangen fühlt, kommt es nicht an.“*

Ein solcher Grund, welcher ein vernünftigerweise berechtigtes Misstrauen gegenüber [REDACTED] [REDACTED] als Mitarbeiter der Sachverständigen IGES Institut GmbH auslösen könnte, wurde jedoch vorliegend nicht glaubhaft gemacht. Ein Ablehnungsgrund wird insbesondere durch die von Seiten der Betroffenen vorgelegten Publikationen des betreffenden Mitarbeiters nicht hinreichend dargelegt.

Zwar ist eine unsachliche Äußerung gegenüber einer Partei grds. geeignet, Zweifel an der Unparteilichkeit zu wecken,

vgl. *Greger, in Zöller, ZPO, 35. Aufl., 2024, § 406 ZPO, Rn.7 m. w. N.*

Hierfür genügt jedoch nicht, wenn eine mit der Begutachtung betraute Person – noch dazu in vorab erschienenen und nicht aus Anlass des hiesigen Verwaltungsverfahrens erstellten Publikationen – umgangssprachliche, nicht persönlich herabsetzende Negativbegriffe verwendet,

*Greger, in Zöller, ZPO, 35. Aufl., 2024, § 406 ZPO, Rn. 9, unter Hinweis auf OLG Rostock, Beschluss vom 26.08.2020, Az. 4 W 30/20 (Rn. 19, juris; Bezeichnung von Arbeiten einer Partei als „Pfusch am Bau“ im Rahmen des Sachverständigen-gutachtens selbst).*

Denn derartigen Aussagen wohnt in der Regel kein eine bestimmte Person herabsetzender oder gar verunglimpfender Charakter inne,

vgl. LG Bochum, Beschluss vom 24.06.1993, Az. 10 S 7/93 (Orientierungssätze bei juris), wonach in der Aussage eines Richters, wonach es sich bei den durch eine Partei durchgeführten Schönheitsreparaturen um „*Ferienarbeit von Laien gehandelt habe, die Wohnraum verunziere*“, kein Ablehnungsgrund liege; vgl. zudem OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.02.2015, Az. 2 WF 409/14, Rn. 18 (juris), wonach unzutreffender und fernliegender Vortrag einer Partei vom Sachverständigen auch mit „Unsinn“ bezeichnet werden darf, ohne dass dies die Besorgnis der Befangenheit begründet.

Auch polemische oder ironische Äußerungen sind – wenngleich nicht wünschenswert – nicht zwingend Grund für eine Ablehnung,

vgl. etwa auch: OLG Nürnberg, Beschluss vom 21.08.2018, Az. 13 W 1095/18 (juris) zu der Frage, wann „sprachliche Entgleisungen“ bzw. polemische und ironische Äußerungen im Verfahren zur Ablehnung führen können; i. E. aber den Antrag ablehnend.

Insofern ist auch zu betonen, dass es in der Natur der Sache liegt, *„dass ein Sachverständiger - insbesondere wenn er durch seine Qualifikation hervortritt und sich deshalb für eine Auswahl besonders empfiehlt - zur wissenschaftlichen Diskussion durch Veröffentlichungen bzw. veröffentlichte Äußerungen beiträgt, in denen er eigene Standpunkte deutlich vertritt“*,

Bayerischer Verwaltungsgerichtshof, Beschluss vom 22.06.2010, Az. 3 C 10.1227, Rn. 14, (juris),

und hierbei möglicherweise auch einer bestimmten (von der Ansicht einer Partei abweichenden) wissenschaftlichen Schule angehört,

vgl. OLG München, Beschluss vom 19. August 2005, Az. 1 W 2072/05, Rn. 25 ff. (juris).

Erforderlich ist insofern eine Einzelfallbetrachtung und Kontextualisierung, die vorliegend nicht dazu führt, dass aus der Sicht einer besonnen und vernünftig denkenden Partei Zweifel an der Unvoreingenommenheit oder Unparteilichkeit von [REDACTED] gerechtfertigt erscheinen:

Dabei ist zunächst zu betonen, dass sich die von [REDACTED] in einer von den Betroffenen selbst vorgelegten Präsentation vom [REDACTED] unter dem Titel [REDACTED], also auf einen Zustand [REDACTED] bezieht. Die im Übrigen tatsächlich überspitzt gewählte Formulierung, etymologisch ein Sinnbild für [REDACTED]

[REDACTED]

ist darüber hinaus sowohl im Kontext des DB-Konzerns als auch in Bezug auf andere europäische Eisenbahnunternehmen derart geläufig, dass sie aus einer vernunftgetragenen Betrachtung heraus nicht dazu führen kann, die Besorgnis der Befangenheit zu begründen,

[REDACTED]

Daneben ist auch die von den Betroffenen kritisierte Äußerung zum [REDACTED] des Deutsche Bahn Konzerns in besagter Präsentation nicht geeignet, einen Ablehnungsgrund zu belegen. Denn dass innerhalb des Konzerns [REDACTED], dürfte kaum zu bestreiten sein. Darüber hinaus wohnt dem Begriff [REDACTED] indes auch keine Polemik oder überzogene Kritik inne, die bei vernunftgetragener Betrachtung die Unabhängigkeit in Frage stellen könnte.

Auch die übrigen in der Präsentation verwendeten Begriffe sind zwar bisweilen überspitzt bzw. sehr bildhaft gewählt ([REDACTED]). Gerade die letzten Äußerungen beziehen sich dabei jedoch im Kern eher auf die Bahnpolitik als auf den DB-Konzern selbst (vgl. insb. auch Folienüberschrift: [REDACTED]). Dies gilt letztlich auch für einige von den Betroffenen fernmündlich am 20.12.2023 kritisierten zugespitzten Formulierungen, die [REDACTED] anlässlich einer Präsentation [REDACTED] gewählt hat,

vgl. Folien zur Präsentation, abrufbar unter: [REDACTED]

[REDACTED] zuletzt abgerufen am: 20.03.2024.

Sofern in der letztgenannten Präsentation mit Blick auf die [REDACTED] von einem [REDACTED] gesprochen wird, wonach [REDACTED], stellt auch dies letztlich eine bildhaft gefasste Darstellung von Marktforderungen nach einer Trennung von Infrastruktur und Betrieb dar,

vgl. etwa mofair, Vorschläge zur Umsetzung des Koalitionsvertrags von SPD, Bündnis 90/Die Grünen und FDP zur Gemeinwohlorientierung der bundeseigenen Schieneninfrastruktur, 27.01.2022, z. B. mit Blick auf die vollständige finanzielle Entflechtung (S. 11), abrufbar unter: <https://mofair.de/wp-content/uploads/2022/01/220127-Gemeinwohlorientierung-Schieneinfrastruktur.pdf>; zuletzt abgerufen am: 20.03.2024.

Es ist erkennbar und spiegelt sich auch im mündlichen Vortrag wider, dass [REDACTED] eine fachlich kritische Rolle gegenüber der Kontrolle der Infrastrukturgesellschaft durch den Staat als (mittelbarem) Eigentümer einnimmt. In diesem Zusammenhang wählt er wiederum deutliche Worte und äußert sich dahingehend, die Infrastrukturgesellschaft sei ein [REDACTED]. Die deutliche Wortwahl ist aber stets eingekleidet in einen fachlichen Kontext mit der Anamnese [REDACTED]. Soweit hierbei ineffizientes Verhalten der Infrastruktur unterstellt wird, beruft sich [REDACTED] auf Äußerungen Dritter, etwa des Bundesrechnungshofes oder der Europäischen Kommission und seine eigene fachliche Einschätzung, die für das teils fachfremde Publikum in simplifizierender Weise volkswirtschaftliche Lehren wiedergibt,

vgl. Videomitschnitt [REDACTED]

Zudem finden sich im Gegensatz zu den eher bildhaften Formulierungen in den Präsentationen derartige Ausdrücke nicht in dem auch von [REDACTED] mitverfassten Gutachten der Sachverständigen oder in den Ergänzungen vom 24.07.2023. Damit ist letztlich auch aus einer vernunftgetragenen Perspektive erkennbar, dass die verwendeten Begriffe eher einen stilistischen Hintergrund haben und vor diesem Hintergrund – im Sinne einer lebhaften Präsentation und nicht im verunglimpfenden Sinne – zum Einsatz kommen.

Die mit Blick auf einen Leitartikel unter dem Titel [REDACTED], geäußerte Kritik der Betroffenen, [REDACTED] erhebe dort nicht weiter belegte Vorwürfe im Sinne [REDACTED] im DB-Konzern, ist ebenfalls nicht geeignet, Zweifel an der Unabhängigkeit desselben glaubhaft zu machen. Die darin getroffenen Aussagen beziehen sich auf [REDACTED] innerhalb des DB-Konzerns, die durch den damaligen [REDACTED]. Dass tatsächlich [REDACTED] vorliege, wird aber vom Autor nicht behauptet („[REDACTED]“). Gerade die im hiesigen Verfahren getroffenen Feststellungen der Sachverständigen zeigen dagegen, dass [REDACTED] in seiner Beurteilung der Preisgestaltungen im Konzern sachlich und differenziert vorgegangen ist. Insbesondere werden auch keine unbegründeten Verdächtigungen in den Raum gestellt.

Die neben der Kritik an der Unparteilichkeit von [REDACTED] geäußerte Kritik an der fachlichen Eignung ist ebenfalls unbegründet. Die Beschlusskammer hat hierzu bereits in den Gründen des Beweisbeschlusses vom 15.07.2022 im Rahmen der Ermessensausführungen dargelegt, weshalb die Wahl auf die Sachverständige IGES Institut GmbH und dort namentlich auch auf [REDACTED] gefallen ist. Insofern wird auf die dortigen Ausführungen verwiesen (insb. S. 30). Sofern die Betroffenen hierzu insbesondere vortragen, aus der dort angeführten Expertise im Bereich der Kapitalkosten lasse sich nicht zwangsläufig auf eine Expertise im Bereich der Marktüblichkeit der Preissetzung bei Finanzinstrumenten schließen, kann dieser Auffassung nicht gefolgt werden. Die Beschlusskammer hat bei Heranziehung dieses Aspekts betont, dass es um die Expertise von [REDACTED] bei der Herleitung von Kapitalkosten „speziell im Eisenbahnsektor“ geht. Ein wesentlicher Abwägungspunkt, der letztlich bei der Bestellung der Sachverständigen zur namentlichen Nennung von [REDACTED] führte, war damit dessen Expertise im Bereich des Eisenbahnsektors, die sich auch in sonstigen Tätigkeiten der Sachverständigen für die Bundesnetzagentur niederschlägt. Hieraus war und ist aus Sicht der Beschlusskammer zu folgern, dass eine fachkundige Bearbeitung des Gutachtauftrags gewährleistet ist.

Im Übrigen zeigen auch die Gutachten der Sachverständigen sowie der Frontier Economics Ltd. im Bereich der Kapitalkostenbestimmung deutliche Parallelen zu den für die Zinsermittlung erforderlichen Begutachtungen, insb. im Bereich der Ratingermittlung,

vgl. nur: [https://www.bundesnetzagentur.de/SharedDocs/Downloads/DE/Sachgebiete/Eisenbahn/Unternehmen\\_Institutionen/VeroeffentlichungenGutachten/KapitalkostenGutachten2022.pdf?blob=publicationFile&v=2](https://www.bundesnetzagentur.de/SharedDocs/Downloads/DE/Sachgebiete/Eisenbahn/Unternehmen_Institutionen/VeroeffentlichungenGutachten/KapitalkostenGutachten2022.pdf?blob=publicationFile&v=2)); [https://www.elektronische-vertrauensdienste.de/SharedDocs/FAQs/DE/Sachgebiete/Eisenbahn/Unternehmen\\_Institutionen/Gutachten/Gutachten.pdf?blob=publicationFile&v=1](https://www.elektronische-vertrauensdienste.de/SharedDocs/FAQs/DE/Sachgebiete/Eisenbahn/Unternehmen_Institutionen/Gutachten/Gutachten.pdf?blob=publicationFile&v=1); jeweils zuletzt abgerufen am 20.03.2024.

### **II.3.2.2 Begründetheit der Beschwerde hinsichtlich der Beschwerdeanträge zu 1) und 3)**

Die Beschwerdeanträge zu 1) und 3) sind begründet und tragen die in Tenorziffern 1 und 2 getroffenen Verpflichtungen.

Die zuletzt gestellten Anträge der Beschwerdeführerin beziehen sich allein auf Darlehensverhältnisse zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3), sodass für die Frage der Begründetheit der Beschwerde im weiteren Verlauf allein das zwischen diesen Beschwerdegegnerinnen am [REDACTED] 2020 (Auszahlungszeitpunkt / Beginn: [REDACTED] 2020) geschlossene und exemplarisch durch die Betroffenen zur Verfügung gestellte Darlehen bewertet wird. Mit Blick auf die anderen von Seiten der Betroffenen übermittelten Darlehensverträge (vgl. Tabelle 2) sind die Ausführungen unter II.3.3 dieses Beschlusses maßgeblich.

Die Beschwerdeanträge sind gemäß Art. 56 Abs. 1 lit. j) i. V. m. Abs. 9 RL 2012/34/EU bzw. – hilfsweise – gemäß § 67 Abs. 1 Satz 1 ERegG insoweit begründet, als jedenfalls die Konditionen des zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) am [REDACTED] 2020 (zum Auszahlungszeitpunkt am [REDACTED] 2020) vereinbarten Darlehens gegen das Eisenbahnregulierungsgesetz verstoßen (hierzu unter II.3.2.2.1). Die getroffenen Verpflichtungen beseitigen diesen Verstoß ermessensfehlerfrei (hierzu unter II.3.2.2.2, II.3.2.2.3, II.3.2.2.4 und II.3.2.2.5) und werden teils mit Zwangsgeldandrohungen belegt (hierzu unter II.3.2.2.6).

#### **II.3.2.2.1 Verstoß gegen Eisenbahnrecht**

Die Konditionen des Darlehensvertrages vom [REDACTED] 2020 zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) verstoßen gegen § 8d Abs. 5 ERegG.

Gemäß § 8d Abs. 3 ERegG darf ein Betreiber von Eisenbahnanlagen einem Eisenbahnverkehrsunternehmen weder direkt noch indirekt Darlehen gewähren. Ebenso dürfen gemäß § 8d Abs. 4 ERegG Eisenbahnverkehrsunternehmen Betreibern von Eisenbahnanlagen weder direkt noch indirekt Darlehen gewähren. Abweichend von diesen Absätzen dürfen Darlehen zwischen rechtlichen Einheiten eines vertikal integrierten Unternehmens gemäß § 8d Abs. 5 ERegG gewährt, ausgezahlt und bedient werden, wenn dies zu Marktsätzen und -bedingungen geschieht, die das individuelle Risikoprofil des betreffenden Unternehmens widerspiegeln.

Darlehensbeziehungen innerhalb eines vertikal integrierten Unternehmens sind an § 8d Abs. 5 ERegG zu messen und müssen daher Marktsätzen und -bedingungen entsprechen, die das individuelle Risikoprofil des Unternehmens widerspiegeln (hierzu unter II.3.2.2.1.1). Die Ermittlung desjenigen Marktsatzes, welcher das individuelle Risikoprofil eines Unternehmens widerspiegelt, erfolgt auch im regulierungsrechtlichen Kontext nach dem Fremdvergleichsgrundsatz (hierzu unter II.3.2.2.1.2). Dabei ist eine mögliche Quersubvention keine Tatbestandsvoraussetzung (hierzu unter II.3.2.2.1.3).

Der von der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) vereinbarte Zinssatz von [REDACTED] liegt außerhalb der Bandbreite möglicher Marktsätze, die das individuelle Risikoprofil der Beschwerdegegnerin zu 3) widerspiegeln (hierzu unter II.3.2.2.1.4).

#### **II.3.2.2.1.1 Anwendbarkeit des § 8d Abs. 5 ERegG auf Darlehensverhältnisse in einem VIU**

§ 8d Abs. 5 ERegG ist auf die hier verfahrensgegenständlichen Darlehensverhältnisse anwendbar. Danach dürfen abweichend von § 8d Abs. 3 und 4 ERegG Darlehen zwischen rechtlichen

Einheiten eines vertikal integrierten Unternehmens (im Folgenden auch: VIU) gewährt, ausbezahlt und bedient werden, wenn dies zu Marktsätzen und -bedingungen geschieht, die das individuelle Risikoprofil des betreffenden Unternehmens widerspiegeln.

Die Beschwerdegegnerin zu 1) und die Beschwerdegegnerin zu 3) sind Teil eines VIU im Sinne des § 1 Abs. 25 Satz 1 Nr. 1 ERegG, wonach ein solches Unternehmen auch dann vorliegt, wenn ein Betreiber von Eisenbahnanlagen (Beschwerdegegnerin zu 4)) von einem Unternehmen kontrolliert wird (Beschwerdegegnerin zu 1)), das gleichzeitig mindestens ein EVU (etwa die Beschwerdegegnerin zu 3)) kontrolliert, das Schienenverkehrsdienste auf dem Netz des Betreibers von Eisenbahnanlagen (Beschwerdegegnerin zu 4)) durchführt.

Der Anwendbarkeit von § 8d Abs. 5 ERegG steht insbesondere und entgegen der Auffassung der Betroffenen nicht entgegen, dass dieser sich vermeintlich – insbesondere aufgrund des in ihm enthaltenen Verweises auf die Absätze 3 und 4 des § 8d ERegG – nur auf solche Darlehensbeziehungen beziehe, an denen unmittel- oder mittelbar einerseits ein EVU und andererseits ein Betreiber von Eisenbahnanlagen beteiligt wären.

Zunächst ist dem Wortlaut der Norm selbst („Abweichend von den Absätzen 3 und 4...“) nicht eindeutig zu entnehmen, worauf sich die genannte „Abweichung“ bezieht. Denkbar wäre zum einen, dass die Norm nur solche Darlehensbeziehungen den in ihr genannten Bedingungen unterwerfen will, die zwischen EVU(-Einheiten) und Betreibern von Eisenbahnanlagen(-Einheiten) innerhalb eines VIU bestehen. In einem VIU wären dann direkte oder indirekte Darlehensbeziehungen zwischen EVU und EIU „abweichend“ vom generellen Verbot zu den genannten Bedingungen erlaubt.

Die Regelung könnte auch so verstanden werden, dass „abweichend“ vom Verbot der direkten oder indirekten Darlehensbeziehungen zwischen EIU und EVU Darlehensbeziehungen zwischen einem EIU und anderen (Nicht-EVU) Einheiten eines VIU zu den genannten Bedingungen erlaubt sind.

Ferner ließe sich der Begriff „abweichend“ auch so auffassen, dass abseits der regulären – nicht von VIU beeinflussten – Interaktionen zwischen EVU einerseits und Betreibern von Eisenbahnanlagen andererseits innerhalb eines VIU speziell für EVU und Betreiber von Eisenbahnanlagen andere Maßstäbe gelten sollen. „Abweichend“ vom Verbot der direkten oder indirekten Darlehensbeziehung wären demnach Darlehensbeziehungen in einem VIU unter den genannten Bedingungen erlaubt.

Entgegen der Auffassung der Betroffenen trägt hierbei auch die Gesetzesbegründung nicht zur Klärung der Frage bei. Danach wird in Bezug auf die Absätze 3 und 4 klargestellt, dass Darlehen zwischen EVU und EIU aufgrund zu befürchtender wechselseitiger Abhängigkeiten – vorbehaltlich des Absatzes 6 (gemeint ist offenkundig: des Absatzes 5) – ausgeschlossen sein sollen. Zu Absatz 5 heißt es in der Begründung des Gesetzesentwurfs spiegelbildlich lediglich, dass innerhalb eines VIU – abweichend von Absatz 4 und 5 (gemeint ist offenkundig: von Abs. 3 und 4) – eine Darlehensvergabe zu den genannten Bedingungen möglich sein soll,

vgl. BT-Drs. 19/9738, S. 122 f.

Die im Wesentlichen den Wortlaut der Norm wiedergebenden Ausführungen des Entwurfsverfassers lassen keinen näheren Schluss zu. Insbesondere wird in Bezug auf Abs. 5 gerade nicht klargestellt, dass dieser sich nur auf Beziehungen zwischen EVU und Betreibern von Eisenbahnanlagen innerhalb eines VIU beziehen soll.

Jedenfalls aber gebietet eine unionsrechtskonforme Auslegung ein von der Rechtsauffassung der Betroffenen abweichendes Verständnis.

So enthält der dem § 8d Abs. 5 ERegG auf unionsrechtlicher Ebene entsprechende Art. 7d Abs. 4 der Richtlinie 2012/34/EU bereits in seinem Wortlaut keine Klarstellung bzw. Einschränkung dergestalt, dass „abweichend“ von den (entsprechenden) Absätzen 2 und 3, welche die Darlehensvergabe von Infrastrukturbetreibern an EVU und umgekehrt verbieten, innerhalb eines VIU etwas anderes gelte. Vielmehr heißt es dort schlicht:

*„Darlehen zwischen rechtlichen Einheiten eines vertikal integrierten Unternehmens dürfen nur zu Marktsätzen und -bedingungen gewährt, ausgezahlt und bedient werden, die das individuelle Risikoprofil des betreffenden Unternehmens widerspiegeln.“*

Damit ist bereits auf Wortlautebene klargestellt und bei Auslegung der nationalen Norm (oder ggf. für deren Nichtanwendung) zu berücksichtigen, dass alle Darlehensbeziehungen zwischen allen Einheiten eines VIU adressiert werden.

Es ist zudem weder aus Historie noch Telos der unionsrechtlichen Vorgabe ersichtlich, dass der Gesetzgeber der Europäischen Union den Anwendungsbereich der Norm dahingehend eingeschränkt verstanden wissen wollte, dass es nur auf Darlehensbeziehungen zwischen EVU-Einheiten und Infrastrukturbetreiber-Einheiten innerhalb eines VIU ankommen sollte:

Die heutigen Vorgaben zur finanziellen Transparenz entstammen vor allem der RL 2016/2370/EU, welche zur Anpassung der RL 2012/34/EU geschaffen wurde. Bereits im diesbezüglichen Vorschlag für eine Richtlinie der Kommission hieß es in Bezug auf die Darlehensvergabe innerhalb eines VIU im damaligen Art. 7a Abs. 3:

*„Der Infrastrukturbetreiber darf anderen rechtlichen Einheiten des vertikal integrierten Unternehmens keine Darlehen gewähren, und keine andere rechtliche Einheit des vertikal integrierten Unternehmens darf dem Infrastrukturbetreiber Darlehen gewähren.“*

(Vorschlag für eine Richtlinie des europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2012/34/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. November 2012 zur Schaffung eines einheitlichen europäischen Eisenbahnraums bezüglich der Öffnung des Marktes für inländische Schienenpersonenverkehrsdienste und der Verwaltung der Eisenbahninfrastruktur vom 30.01.2013 (im Folgenden kurz: Richtlinienvorschlag vom 30.01.2013), COM(2013) 29 final, S. 14

Zu den rechtlichen Aspekten des Art. 7a Abs. 3 des Richtlinienvorschlags vom 30.01.2013 hieß es zudem:

*„Nach dem Vorschlag können Infrastrukturbetreiber sich weiterhin im Besitz vertikal integrierter Unternehmen befinden, auch von Unternehmen mit einer Holdingstruktur. Dazu müssen jedoch einige Bedingungen erfüllt werden, damit sichergestellt ist, dass der Infrastrukturbetreiber über effektive Entscheidungsbefugnisse für alle seine Funktionen verfügt. Dies muss durch effiziente Regelungen garantiert werden, die diese Unabhängigkeit wirksam schützen. Diese Regelungen betreffen die Struktur des Unternehmens, einschließlich der Trennung der Finanz-*

kreisläufe des Infrastrukturbetreibers von denen der übrigen Einheiten des integrierten Unternehmens. Darüber hinaus enthält der Vorschlag Bestimmungen über die Managementstruktur von Infrastrukturbetreibern.“

(Richtlinienvorschlag vom 30.01.2013, S. 6; Hervorhebungen nur hier)

Im Ausgangspunkt schwebte der Europäischen Kommission damit eine vollständige (interne) Abschirmung des Infrastrukturbetreibers innerhalb des VIU ohne Möglichkeit der wechselseitigen Darlehensvergabe vor (Regelung des „Ob“):

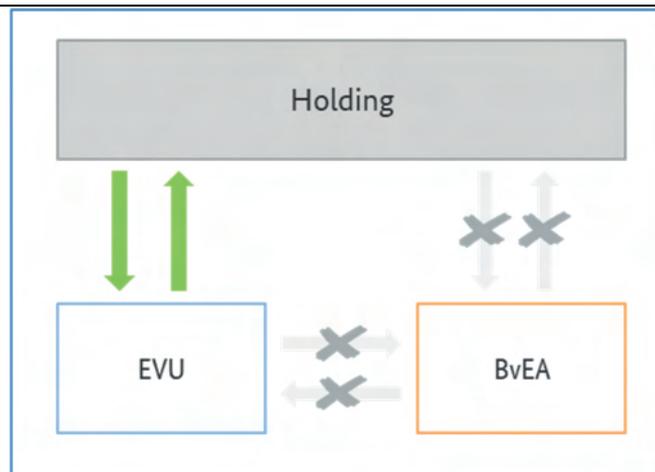


Abbildung 3 – Darlehen im VIU nach erstem Vorschlag KOM (äußere Linie = VIU); der Vollständigkeit halber ist darauf hinzuweisen, dass auch VIU in der Konstellation EVU-Mutter und BvEA-Tochter bzw. BvEA-Mutter und EVU-Tochter von dem Verbot betroffen gewesen wären

Im passenden Erwägungsgrund 12 des damaligen Entwurfs heißt es unter anderem:

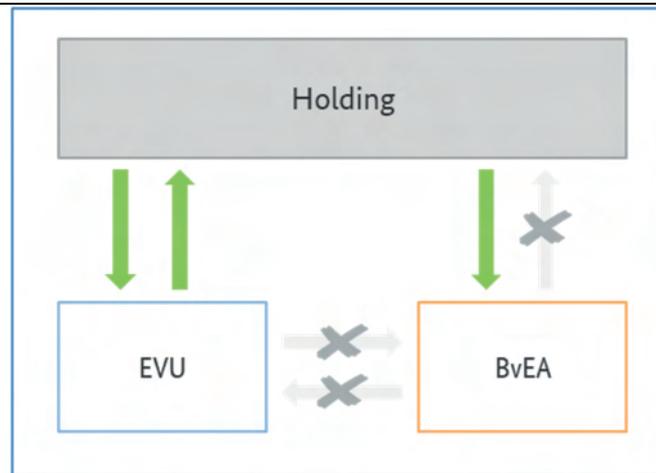
*„In den Fällen, in denen die Mitgliedstaaten an Infrastrukturbetreibern als Teil vertikal integrierter Unternehmen festhalten, sollten zumindest strenge Regelungen zur Gewährleistung der tatsächlichen Unabhängigkeit des Infrastrukturbetreibers gegenüber dem integrierten Unternehmen getroffen werden. Diese Regelungen sollten [...] sicherstellen, soweit dies innerhalb einer integrierten Struktur möglich ist, dass zwischen dem Infrastrukturbetreiber und den anderen rechtlichen Einheiten des integrierten Unternehmens keine Finanzmittel übertragen werden“*

(Richtlinienvorschlag vom 30.01.2013, S. 6; Hervorhebungen nur hier)

Die Vorgabe unterlag im weiteren Gesetzgebungsprozess weiteren Änderungen. So mündete die legislative Entschließung des Europäischen Parlaments vom 26.02.2014 in folgender Formulierung von Art. 7a Abs. 3 UAbs. 3, welche in VIU allein der Holding eine Darlehensvergabe zu marktüblichen Konditionen gestattete und demnach eine (interne) „Teilabschirmung“ des Betreibers von Eisenbahnanlagen (in den Grenzen der Marktüblichkeit) anstrebte (Regelung des „Ob“ und „Wie“):

*„Der Infrastrukturbetreiber darf nur seinen eigenen Tochtergesellschaften Darlehen gewähren. Innerhalb eines vertikal integrierten Unternehmens darf nur die Holdinggesellschaft Darlehen an den Infrastrukturbetreiber gewähren, wobei solche Darlehen der Überwachung durch die in Artikel 55 genannte Regulierungsstelle unterliegen. Die Holdinggesellschaft hat der Regulierungsstelle gegenüber nachzuweisen, dass das Darlehen zu Marktbedingungen gewährt wird und mit Artikel 6 im Einklang steht.“*

(Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments vom 26. Februar 2014 zu dem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2012/34/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. November 2012 zur Schaffung eines einheitlichen europäischen Eisenbahnraums bezüglich der Öffnung des Marktes für inländische Schienenpersonenverkehrsdienste und der Verwaltung der Eisenbahninfrastruktur, P7\_TA(2014)0147, 2017/C 285/52)



**Abbildung 4 - Darlehensvergabe in VIU nach Legislat. Entschließung des Europäischen Parlaments (äußere Linie = VIU); der Vollständigkeit halber ist darauf hinzuweisen, dass VIU in der Konstellation EVU-Mutter und BvEA-Tochter bzw. BvEA-Mutter und EVU-Tochter weiterhin von einem vollständigen Verbot („Ob“) betroffen gewesen wären.**

In seinen oben zitierten Aussagen unverändert blieb der Erwägungsgrund 12 des RL-Entwurfs.

Der Vorschlag für die spätere RL 2012/34/EU war sodann Gegenstand von Diskussionen in verschiedenen Arbeitsgruppen des Rates der Europäischen Union, in denen er letztlich seine derzeitige Konturierung erfahren hat.

Die Ratsarbeitsgruppen starteten dabei zunächst mit einem Arbeitsdokument, wonach EIU nur Darlehen an ihre eigenen Tochterunternehmen hätten geben dürfen (soweit es sich nicht um EVU handelte). EIU sollten nach dem Vorschlag keine Darlehen von EVU erhalten dürfen. In einem integrierten Konzern hätten Darlehen mit Bezug zum EIU unter Überwachung der Regulierungsbehörde gestanden und hätten zu Marktbedingungen gewährt werden müssen. Dabei ist im Wortlaut offenkundig, dass die Vorgabe von Marktbedingungen nur Darlehen mit Bezug zum EIU treffen sollte,

vgl. Rat der Europäischen Union, Dokument 11129/15, S. 10 f.

Diese Kopplung der Vorgabe für die Konditionen von Darlehen wurde bereits mit dem folgenden Arbeitsdokument aufgegeben. Der Entwurf wurde so abgeändert, dass Darlehen zwischen den Einheiten eines VIU zu Marktbedingungen unter Beachtung des jeweils individuellen Risikoprofils des betroffenen Unternehmens gewährt werden dürften. Im nächsten Satz wurde diese Vorgabe dahingehend ergänzt, dass bei Darlehen mit Bezug zum EIU die Wahrscheinlichkeit staatlichen Rückhalts im Falle einer Insolvenz zu berücksichtigen gewesen wäre,

vgl. Rat der Europäischen Union, Dokument 11790/15, S. 13.

Im dritten Arbeitsdokument wurde zunächst das Gebot nicht weiterverfolgt, dass das EIU nur Darlehen an seine Tochterunternehmen gewähren dürfte. Vielmehr sollte dem EIU generell

eine Darlehensvergabe erlaubt werden, so lange das Darlehen nicht direkt oder indirekt an ein EVU gewährt würde. Zugleich entfiel die zuvor eingefügte Vorgabe zur Berücksichtigung des Staatsrückhaltes bei Darlehen mit Bezug zum EIU,

vgl. Rat der Europäischen Union, Dokument 11989/15, S. 14.

Damit lag der Vorschlag des Rates, der dann später im Wesentlichen wortgleich in Art. 7d der RL 2012/34/EU übernommen wurde, fest.

Das Ergebnis der Ratsarbeitsgruppen ist dabei nach Einschätzung des Generalsekretariates des Rates davon geprägt, dass ein Teil der Delegierten transparente Finanzbeziehungen in VIU erlauben wollte, während andere Delegierte getrennte Finanzierungsbedingungen forderten,

vgl. Rat der Europäischen Union, Dokument 11998/15.

Tatsächlich stimmt diese Feststellung mit der soeben dargestellten Entwicklung des Gesetztextes überein. Denn die Möglichkeiten zur Darlehensgewährung wurden erweitert, während zugleich die Vorgaben für Transparenz und Marktüblichkeit strenger gehandhabt wurden.

Die Änderungen sind auch aus der ökonomischen Perspektive nachvollziehbar. Solange Darlehensbeziehungen des EIU zu seinen verbundenen Konzernunternehmen verboten sind, wie im Vorschlag der Kommission, bedarf es keiner Kontrolle übriger Darlehensbeziehungen. Sobald weitere Darlehensbeziehungen erlaubt werden, erhöht sich das Risiko unerwünschter und marktverzerrender Nebenwirkungen. Korrespondierend muss daher das Netz regulatorischer Kontrolle enger gefasst werden.

Die heutige Fassung des Art. 7d Abs. 4 RL 2012/34/EU toleriert Darlehensbeziehungen zwischen allen Einheiten eines vertikal integrierten Unternehmens (Holding, EVU, BvEA) unter der Voraussetzung der Einhaltung der Grenzen der Marktüblichkeit (Regelung des „Wie“). Entgegen einer zu Beginn des hiesigen Verfahrens von Seiten der Beschwerdeführerin vorgetragenen – zwischenzeitlich aber offenbar nicht mehr nachdrücklich vertretenen – Rechtsauffassung bezieht sich § 8d Abs. 5 ERegG damit nicht ausschließlich auf Darlehensbeziehungen zwischen Non-EVU und Non-Betreibern von Eisenbahnanlagen innerhalb des VIU, sondern stellt gerade eine *lex specialis* für alle Darlehensbeziehungen innerhalb des VIU (darunter solche zwischen EVU und Betreibern von Eisenbahnanlagen) dar.

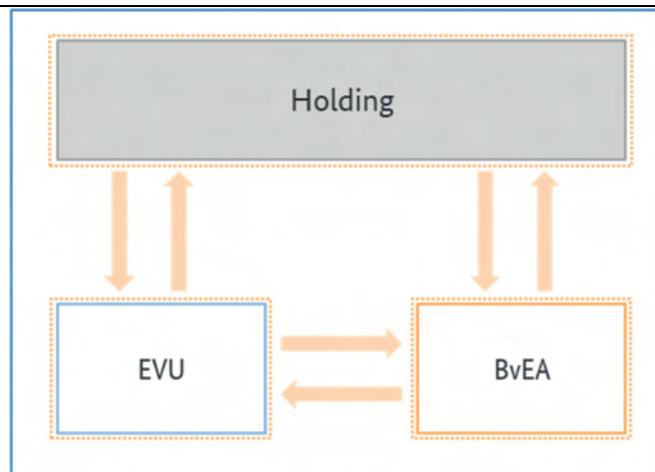


Abbildung 5 - Darlehen in VIU nach aktueller Fassung der RL 2012/34/EU (äußere Linie = VIU; innere, gepunktete Linien = Grenze der Marktüblichkeit)

Der Erwägungsgrund 17 der zugrundeliegenden RL 2016/2370 betont insofern:

*„Es sollte verhindert werden, dass zwischen dem Infrastrukturbetreiber und Eisenbahnunternehmen und in vertikal integrierten Unternehmen zwischen dem Infrastrukturbetreiber und anderen rechtlichen Einheiten des integrierten Unternehmens Finanzmittel übertragen werden, wenn dies insbesondere aufgrund einer Quersubventionierung zu einer Wettbewerbsverzerrung auf dem Markt führen könnte.“*

Der Grund für Art. 7d RL 2012/34/EU ist mithin die Verhinderung der Übertragung von Finanzmitteln, wenn dies zu einer Wettbewerbsverzerrung führen könnte.

Methodisch setzt die Richtlinie dieses Ziel um, in dem alle Darlehensbeziehungen in einem VIU marktgerechten Konditionen unter Beachtung des individuellen Risikoprofils entsprechen müssen. Denn diese Vorgabe verhindert effektiv, dass Finanzmittel übertragen werden, die zu Wettbewerbsverzerrungen führen können.

Hätte der Gesetzgeber sich alleine auf die Kontrolle der Darlehensbeziehungen zwischen anderen Konzerneinheiten und dem Infrastrukturbetreiber beschränkt, wäre das Ziel nicht gleichermaßen gut zu erreichen. Da die Bandbreite marktüblicher Konditionen vergleichsweise breit ist, bestünde ein erheblicher Spielraum für VIU, durch die gezielte Vereinbarung von Zinssätzen zwischen Einheiten des VIU und dem Eisenbahninfrastrukturunternehmen Erlöse zu generieren, die zur Vergünstigung von Darlehen der Verkehrsunternehmen Verwendung finden könnten. Innerhalb der Bandbreite marktüblicher Zinssätze wäre ein solches Verhalten nicht beobachtbar – und ohne Kontrolle der im Verhältnis anderer Einheiten eines VIU vereinbarten Darlehenskonditionen auch nicht wirksam einzuhegen. Dabei bleibt unbenommen, dass auch bei Regulierung aller Darlehensbeziehungen ein Spielraum bei der Festsetzung konzerninterner Darlehen verbleibt – er kann jedoch nicht mit wettbewerbsverzerrender Wirkung genutzt werden, weil eben auch Darlehen im Verhältnis des VIU zu anderen Konzerneinheiten marktüblichen Konditionen genügen müssen.

Hinzu kommt, dass Darlehensbeziehungen zwischen anderen Einheiten eines VIU geeignet sind, marktverzerrende Wirkung zu entfalten, wenn nicht das individuelle Risikoprofil des betreffenden Unternehmens zu Grunde gelegt wird, sondern das des gesamten VIU. Denn in diesem Fall profitiert der Konzernverbund in der Regel von der insbesondere durch den starken Anteil von Vermögenswerten des Infrastrukturbetreibers verbesserten Bonität. In der Folge könnten sich VIU günstiger finanzieren und den aus dem Betrieb der Infrastruktur resultierenden Vorteil auch auf dem Eisenbahnverkehrsmarkt ausnutzen. Da Vermögenswerte des Infrastrukturbetreibers häufig staatlich (teil-)finanziert sind, und dies auch bei Bonitätsbewertungen regelmäßig Berücksichtigung finden dürfte, würden sich indirekt staatliche Finanzierungen auf den Wettbewerb auf dem Eisenbahnverkehrsmarkt auswirken. In VIU ist es daher zur Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen wichtig, nicht nur die Finanzierung zwischen VIU und Eisenbahninfrastrukturunternehmen zu überwachen, sondern auch im Übrigen sicherzustellen, dass bei konzerninternen Finanzierungsbeziehungen das individuelle Risikoprofil des jeweils darlehensnehmenden Unternehmen zugrunde gelegt wird (siehe dazu im Übrigen auch die Ausführungen unter II.3.2.2.1.4.2.2.1).

Systematisch wird dieser Befund dadurch gestützt, dass alle anderen Absätze des Artikels (abgesehen von den Absätzen 4 und des sich hierauf beziehenden Abs. 5) auf den Infrastrukturbetreiber und Vorgaben im Verhältnis zu eben diesem abstellen. Hier stehen Abs. 4 und 5 heraus und beziehen sich ausdrücklich nicht auf den Infrastrukturbetreiber, sondern auf ausdrücklich alle Einheiten eines vertikal integrierten Unternehmens.

Gemäß Art. 3 Abs. 31 der RL 2012/34/EU kann ein „Vertikal integriertes Unternehmen“ in vier verschiedenen Ausprägungen vorliegen:

- a. Ein EIU wird von einem „Holdingunternehmen“ kontrolliert, die auch mindestens ein EVU kontrolliert, das auf dem Netz des EIU verkehrt.
- b. Ein EIU wird von mindestens einem EVU kontrolliert, das auf dem Netz des EIU verkehrt.
- c. Mindestens ein EVU, das auf dem Netz des EIU verkehrt, wird von einem EIU kontrolliert.
- d. In einem Unternehmen bestehen Bereiche für EIU und EVU ohne getrennte Rechtspersönlichkeit.

Art. 7d Abs. 4 RL 2012/34/EU differenziert seinen Anwendungsbereich hinsichtlich dieser Ausprägungen des VIU nicht, gilt also in allen Varianten gleichermaßen. Damit gilt auch, dass in einem VIU, in dem ein EIU von einem EVU kontrolliert wird, Darlehen zu Marktkonditionen möglich sind (*vice versa*). Damit muss aus systematischen Gründen Abs. 4 so verstanden werden, dass nicht nur Darlehensbeziehungen zu anderen (Nicht-EVU/EIU) Einheiten zu Marktkonditionen erlaubt sind, sondern auch Darlehensbeziehungen zwischen EVU und EIU.

Zugleich schließt die systematische Analyse aus, dass (nur) Darlehensbeziehungen zwischen EVU und EIU betroffen sein sollten. Denn über die (abweichend von allen anderen Absätzen) vorgenommene Erweiterung auf vertikal integrierte Unternehmen wird deutlich, dass alle Finanzbeziehungen innerhalb des Gefüges der Varianten eines VIU adressiert werden. In einem VIU gemäß Art. 7d Abs. 4 lit. a) betrifft dies die finanziellen Beziehungen der Holding zu einem EIU, der Holding zu einem oder mehreren EVU, das oder die auf dem Netz des EIU verkehrt oder verkehren, und die Beziehungen dieser EVU und EIU untereinander. Durch den Verweis auf die Verordnung (EG) Nr. 139/2004 werden jeweils beherrschte Unternehmen mit einbezogen, so dass auch Darlehensbeziehungen zwischen einem Dritten, von der Holding kontrollierten Unternehmen, und dem EIU oder dem EVU den Vorgaben genügen müssen. Darlehensbeziehungen der Holding zu Nicht-EVU- bzw. Nicht-EIU-Teilen des Konzerns sind jedoch nicht umfasst,

vgl. zur Reichweite der Regulierung den vergleichbaren Fall in § 10b Abs. 5 EnWG, *Jenn*, in Assmann/Pfeifer, BeckOK EnWG, 9. Edition, Stand 01.12.2023, § 10b EnWG Rn. 47a.

Dieses Verständnis der (vollständigen) Überwachung der Finanzströme in vertikal integrierten Unternehmen hatte offenbar auch die Europäische Kommission, als sie den Standpunkt des Rates angenommen hat:

*„Im Standpunkt des Rates werden die strengen Vorschriften zur finanziellen Transparenz bestätigt. Die Bestimmungen zur getrennten Rechnungsführung in Verbindung mit den neuen Vorschriften über konzerninterne Darlehen, die Verwendung der von den Infrastrukturbetreibern erwirtschafteten Dividenden und die vollständige Aufsicht über die Finanzströme in vertikal integrierten Unternehmen werden dafür sorgen, dass weder Infrastrukturentgelte noch öffentliche Mittel zweckentfremdet und zur Quersubventionierung von Aktivitäten, die im Wettbewerb mit anderen Unternehmen ausgeübt werden, verwendet werden können. Dies wird zur Schaffung von fairen Wettbewerbsbedingungen beitragen.“* (2013/0029 (COD))

### II.3.2.2.1.2 Grundsatz des Fremdvergleichs

Die Beurteilung von Marksätzen und Marktbedingungen richtet sich auch im eisenbahnregulierungsrechtlichen Kontext im Ausgangspunkt nach den Grundsätzen des sog. Fremdvergleichs. Dabei dient der Fremdvergleichsgrundsatz im Kern der Beantwortung der Frage, ob und ggf. in welchem Umfang ein (Finanz-)Geschäft zwischen zwei verbundenen Unternehmen und die darin vereinbarten Konditionen bzw. Preise (Marksätze, Zinsen) von denjenigen Konditionen bzw. Preisen abweichen, die zwischen fremden Dritten vereinbart worden wären,

vgl. BFH, Urteil vom 18.05.2021, Az. I R 4/17, Rn. 25 (juris).

Vereinfacht gesprochen dient die Methode der Beantwortung der Frage, ob ein ordentlicher, gewissenhafter Geschäftsmann auch einem nicht mit ihm verbundenen Unternehmen ein derartiges (Finanz-)Geschäft angeboten hätte,

vgl. BFH, Urteil vom 18.05.2021, Az. I R 4/17, Rn. 21 (juris) sowie im energieregulierungsrechtlichen Kontext: Beschlusskammer 6 bei der Bundesnetzagentur, Beschluss vom 19.11.2019, BK6-17-087, S. 37.

Bei der Betrachtung von Lieferungs- und sonstigen Leistungsverhältnissen – zu denen im Sinne der Rechtsprechung auch Darlehensbeziehungen zu zählen sind,

vgl. BFH, Urteil vom 18.05.2021, Az. I R 4/17, Rn. 27 (juris),

kommen zur Beantwortung der Frage primär die sog. transaktionsbezogenen Standardmethoden – also Preisvergleichsmethode, Wiederverkaufspreismethode und Kostenaufschlagsmethode – zur Anwendung, wobei grundsätzlich von diesen Methoden die geeignetste zu wählen ist, also diejenige, mit der *„der Fremdvergleichspreis im konkreten Einzelfall mit der größtmöglichen Wahrscheinlichkeit seiner Richtigkeit ermittelt werden kann“*,

BFH, Urteil vom 18.05.2021, Az. I R 4/17, Rn. 31 (juris) m. w. N.

Die korrekte Bewertung des betrachteten (Finanz-)Geschäfts setzt in jedem Fall zunächst im Sinne einer alle Umstände des Einzelfalls bewertenden Analyse,

vgl. BFH, Urteil vom 18.05.2021, Az. I R 4/17, Rn. 26 (juris),

voraus, dass eine Vergleichbarkeit zwischen dem Darlehensnehmer und einem externen, nicht mit dem darlehensgewährenden Unternehmen verbundenen Unternehmen hergestellt wird,

vgl. BFH, Urteil vom 18.05.2021, Az. I R 4/17, Rn. 52, wonach es insbesondere auch nicht auf die finanziellen Kapazitäten des Darlehensgebers ankommen kann.

Dies setzt letztlich – da das Kreditausfallrisiko des Darlehensnehmers als Kernelement einer Vergleichsreferenz zu bewerten ist – eine Bonitätsbewertung – oder in den Worten des ERegG: die Ermittlung des individuellen Risikoprofils – des Darlehensnehmers voraus. Derartige Ratings werden durch die führenden Ratingagenturen in Ratingklassen bzw. –stufen eingeteilt. Diese teilen sich grob in Stufen des sog. „investment grade“ und des „non-investment“

oder auch „speculative grade“. Die Nomenklaturen der drei in diesem Beschluss zitierten Ratingagenturen S&P, Moody's und FitchRatings (Fitch) lassen sich für sog. „long-term ratings“ bzw. langfristige Ratings<sup>8</sup> wie folgt vergleichend darstellen<sup>9</sup>:

Grade	Ungefähre Beschreibung	Moody's	S&P	Fitch
Investment Grade	Highest	Aaa	AAA	AAA
		Aa1	AA+	AA+
	Very high	Aa2	AA	AA
		Aa3	AA-	AA-
	High	A1	A+	A+
		A2	A	A
		A3	A-	A-
	Good	Baa1	BBB+	BBB+
		Baa2	BBB	BBB
Baa3		BBB-	BBB-	
Speculative Grade	Speculative	Ba1	BB+	BB+
		Ba2	BB	BB
		Ba3	BB-	BB-
	Highly Speculative	B1	B+	B+
		B2	B	B
		B3	B-	B-
	Very high risk	Caa1	CCC+	CCC
		Caa2	CCC	CCC
		Caa3	CCC-	CCC
Very near to default		CC	CC	
		C	C	
		C	C	
In default	In default	C	SD/D	RD/D

**Tabelle 6 - Nomenklaturen verschiedener Ratingagenturen (hier beispielsweise aus Quelle: <https://www.moneyland.ch/de/vergleich-rating-agenturen>); Darstellung: BNetzA**

In einem zweiten Schritt können dann der Darlehensnehmer und die tatsächlich vereinbarten Konditionen des betrachteten Darlehens mit solchen Konditionen verglichen werden, die am Markt beobachtbar sind.

Das Ergebnis dieses Vergleichs schlägt sich schließlich in einem Zinssatz nieder. Der Markt- oder auch „Fremdpreis“ entspricht hierbei dem Zins („Marktsatz“), zu dem Fremde unter vergleichbaren Bedingungen den Kredit am Geld- oder Kapitalmarkt gewährt hätten,

vgl. BFH, Urteil vom 18.05.2021, Az. I R 4/17, Rn. 39 (juris) m. w. N.

So ist der fremdübliche Zinssatz letztlich die Übersetzung des Risikoprofils des betreffenden Unternehmens. Unternehmen mit einem bestimmten Risikoprofil erhalten damit Darlehen, die bestimmte Charakteristika (Betrag, Laufzeit, Währung etc.) aufweisen zu einem definierbaren Zinssatz oder jedenfalls – da eine punktgenaue Bestimmung von Zinssätzen in der Praxis

<sup>8</sup> Von einem „long-term rating“ bzw. einen langfristigen Rating wird regelmäßig ab einem zeitlichen Horizont des Ratings von einem Jahr ausgegangen, vgl. [https://en.wikipedia.org/wiki/Credit\\_rating](https://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating); vgl. zudem (bezogen auf die Bewertung einer finanziellen Verpflichtung: <https://ratings.moodys.io/ratings>: „Langfristige Ratings sind Einschätzungen des relativen Kreditrisikos von finanziellen Verpflichtungen mit einer Ursprungslaufzeit von einem Jahr oder mehr.“

<sup>9</sup> Vgl. auch Anlage A2 zum Sachverständigenutachten.

häufig nicht möglich ist – zu Zinssätzen im Rahmen einer bestimmten – nicht zu weit gewählten – Zinsbandbreite,

vgl. BFH, Urteil vom 18.05.2021, Az. I R 4/17, Rn. 26 (juris) sowie OECD – Verrechnungspreisleitlinien für multinationale Unternehmen und Steuerverwaltungen, Januar 2022 (im Folgenden auch: OECD (2022)), Abschnitt 10.91: *„In der Praxis dürfte es jedoch nicht nur einen einzigen „Marktzins“, sondern eine Bandbreite an Zinssätzen geben, wenngleich sich diese Bandbreite in der Regel durch den Wettbewerb zwischen den Darlehensgebern und die Verfügbarkeit von Preisdaten verringert.“*

Eine unzutreffende Bestimmung des individuellen Risikoprofils und/oder die unzureichende Herstellung einer Vergleichbarkeit zwischen den vereinbarten und den am Markt beobachteten Darlehen kann damit letztlich zu einer unzutreffenden Bewertung des Marktsatzes führen.

### **II.3.2.2.1.3 Quersubventionierung keine tatbestandliche Voraussetzung**

Entgegen der Auffassung der Betroffenen ist es für die Feststellung eines Verstoßes gegen § 8d Abs. 5 ERegG unerheblich, ob eine Quersubventionierung zwischen dem Betreiber von Eisenbahnanlagen und dem EVU-Bereich vorliegt. Insofern geht auch der Einwand der Betroffenen fehl, das Verfahren sei mangels (erwiesener) Quersubventionierung einzustellen.

Ungeachtet der an dieser Stelle nicht zu klärenden Frage, ob eine Quersubventionierung bei unsachgemäßer Bestimmung eines individuellen Risikoprofils auch dadurch entstehen könnte, dass die vertikale Integration entgegen den entflechtungsrechtlichen Bestrebungen Eingang in das Rating findet, und ungeachtet der Frage eines möglicherweise als eine Form der Quersubventionierung aufzufassenden Zinsgewinns durch Ratingdifferenzen ist bereits dem Wortlaut der Norm nicht zu entnehmen, dass jenseits der Prüfung der Marktüblichkeit eine Quersubventionierung zwischen dem Infrastrukturbereich und dem EVU-Bereich nachzuweisen wäre. Danach gilt (lediglich), dass die Gewährung, Auszahlung und Bedienung von Darlehen zu Marktsätzen und –bedingungen erfolgen muss, die dem individuellen Risikoprofil des betreffenden Unternehmens entsprechen. Soweit hiermit denklogisch auch der Anspruch verbunden sein dürfte, Subventionen in dem Sinne zu verhindern, dass ein bestimmtes Unternehmen sich nicht zu günstigeren Bedingungen finanzieren darf als ihm dies im wettbewerblichen Rahmen bzw. ohne Rückgriff auf den vertikal integrierten Konzern möglich wäre, ist damit keine Aussage zu einem Quersubventionsverhältnis speziell zwischen den BvEA-Einheiten eines VIU und den EVU-Einheiten desselben verbunden.

Gestützt wird dies auch dadurch, dass § 8d Abs. 5 ERegG nicht lediglich Darlehensbeziehungen zwischen BvEA-Einheiten und EVU-Einheiten adressiert, sondern Darlehensbeziehungen zwischen allen Einheiten eines VIU und damit auch Darlehensbeziehungen, in denen aufgrund ihrer Eindimensionalität gar keine Quersubventionsbeziehung im oben beschriebenen Sinne im Raum steht. So adressiert § 8d Abs. 5 ERegG beispielsweise auch singuläre Darlehensbeziehungen zwischen einer Holding und deren EVU-Tochter, ohne dass es auf eine (gleichzeitige) Darlehensbeziehung zwischen der Holding und der Betreiberin von Eisenbahnanlagen als ihrer Tochter ankäme. Das Gesetz erkennt an dieser Stelle an, dass – anders als im Fall voneinander unabhängiger Unternehmen (§ 8d Abs. 3 und 4 ERegG) – einem vertikal integrierten Unternehmen gewisse Abhängigkeitsverhältnisse (welche bei unabhängigen Unternehmen durch das strikte Verbot jeder Darlehensbeziehung verhindert werden sollen) immanent sind, und akzeptiert diese unter der Prämisse der Marktüblichkeit. Würde man der Ansicht

der Betroffenen folgen, so müsste dem Gesetz entnommen werden können, dass eine marktunübliche Darlehensbeziehung in solchen Fällen unbeachtlich ist, in denen keine Darlehensbeziehung zwischen EVU und Betreibern von Eisenbahnanlagen besteht. Dies geht aus der Vorschrift des § 8d Abs 5 ERegG, der – wie unter II.2.2.1. 1 dargelegt – Darlehensbeziehungen zwischen allen Einheiten eines VIU in den Blick nimmt, jedoch gerade nicht hervor.

Eine derartige Sichtweise ignorierte zudem die wirtschaftlichen Realitäten innerhalb eines VIU und kann insofern auch nicht im Sinne des Gesetzes sein. Sie würde akzeptieren, dass der Anforderung des Gesetzes, marktübliche Bedingungen vorzusehen, nur dann Geltung zu verschaffen wäre, wenn die darlehensgebende Einheit entweder ein BvEA oder ein EVU ist, und würde es damit erlauben, allein durch konzerninterne bzw. unternehmerische Bestimmung der darlehensgewährenden Einheiten in VIU (entgegen dem Wortlaut) ihren eigenen Anwendungsbereich zu beschränken. Soweit die Betroffenen in ihren Stellungnahmen hierzu auf die von Seiten der Beschlusskammer angeführten teleologischen Elemente aus den Erwägungsgründen der RL 2016/2370/EU verweist, sind diese nicht geeignet, ein Handeln der Regulierungsbehörde nach dieser Norm auf Fälle (nachgewiesener) Quersubventionierung im vorbeschriebenen Sinne zu beschränken. Der in diesem Zusammenhang zitierte Erwägungsgrund 17 stellt die Quersubventionierung nicht als Voraussetzung für ein Verbot der Übertragung von Finanzmitteln zwischen dem Infrastrukturbetreiber und anderen rechtlichen Einheiten im Konzern dar. Vielmehr verlangt Erwägungsgrund 17, dass Finanzierungen in diesem Sinne zu unterbleiben haben, wenn diese *„zu einer Wettbewerbsverzerrung auf dem Markt führen könnte[n]“*, wobei die Quersubventionierung als ein Regelbeispiel (*„insbesondere aufgrund einer Quersubventionierung“*) für mögliche wettbewerbsverzerrende Effekte dient. Der Erwägungsgrund schließt dabei keineswegs aus, dass wettbewerbsbeschränkende Effekte bereits aus einer nicht marktüblichen Verzinsung an sich herrühren könnten. Dieser wettbewerbsbeschränkende Gedanke – dem auch ein Subventions-, jedoch nicht zwangsläufig ein Quersubventionsgedanke im vorbeschriebenen Sinne innewohnt – ist Grundlage des § 8d Abs. 5 ERegG. Das Durchbrechen der Schranke der Marktüblichkeit ist insofern ausreichend, um den wettbewerbsbeschränkenden Effekt zu bejahen.

Aus dem Umstand, dass die Beschlusskammer im Rahmen des Beweisbeschlusses den Vorwurf der Quersubventionierung als „Grundlage des vorliegenden Verfahrens“ anerkannt hat, lässt sich entgegen der Auffassung der Betroffenen kein gegenteiliger Schluss ziehen. Zunächst spiegeln die Ausführungen im Beweisbeschluss an der von den Betroffenen bezeichneten Stelle (S. 20) und auch in anderen Teilen des Beweisbeschlusses lediglich die vorläufige (Rechts-)Auffassungen der Beschlusskammer wieder. Dies wird insbesondere durch die konjunktivische Formulierung deutlich. Zudem sind die getroffenen Aussagen aber auch weiterhin aktuell. So gilt nach wie vor, dass die „Grundlage“ des hiesigen Verwaltungsverfahrens – also dessen Auslöser – (auch) in einem „Vorwurf“ der (jedenfalls potentiellen) Quersubventionierung seitens die Beschwerdeführerin liegt. Die Beschwerdeführerin hat jedoch selbst bereits in ihrer Beschwerdeschrift vom 07.12.2021 den Vorwurf der nicht marktgerechten Finanzierung neben denjenigen der Quersubventionierung gestellt,

vgl. Beschwerdeschrift vom 07.12.2021, S. 10 ff.

Dies berücksichtigend,

vgl. Sachverhaltsdarstellung im Beweisbeschluss vom 15.07.2022, S. 6 a. E.,

hat auch die Beschlusskammer bereits im Beweisbeschluss deutlich gemacht, dass die Quersubventionierung lediglich einen Unterfall möglicher Wettbewerbsverzerrung bildet. So heißt es – wie von den Betroffenen zitiert:

*„Darüber hinaus ergibt es auch durchaus Sinn, § 8d Abs. 5 ERegG so zu verstehen, dass dort generell Darlehensbeziehungen zwischen rechtlichen Einheiten eines integrierten Konzerns adressiert werden (also zumindest Variante 2). Denn auch wenn unmittelbare Darlehensbeziehungen zwischen Eisenbahnverkehrsunternehmen und Betreibern von Eisenbahnanlagen in einem vertikal integrierten Unternehmen vollständig fehlten, ergäbe sich in einem vertikal integrierten Konzern die Möglichkeit, durch Gestaltung von Darlehenskonditionen eine wettbewerbsverzerrende Wirkung zu erzielen. Die Möglichkeit bestünde beispielsweise darin, dem Betreiber von Eisenbahnanlagen durch eine darlehensgewährende rechtlich getrennte Einheit in einem vertikal integrierten Unternehmen einen marktüblich hohen Zinssatz in Rechnung zu stellen und zugleich die Darlehenskonditionen von anderen, im Wettbewerb stehenden rechtlich getrennten Einheiten desselben integrierten Unternehmens günstiger zu gestalten, als in einem marktlichen Umfeld üblich. Dieser Vorwurf ist letztlich Grundlage des vorliegenden Verfahrens.“* (Beweisbeschluss vom 15.07.2022, S. 20)

Im Übrigen hat die Beschwerdeführerin – ungeachtet des Umstands, dass das vorliegende Verfahren hilfsweise amtswegig geführt wird – auch durch ihren weiteren Vortrag im Verfahren deutlich gemacht, dass sie ihre Beschwerde auch auf solche Wettbewerbsverzerrungen erstreckt, die nicht im Kern den Tatbestand der Quersubventionierung in dem von den Betroffenen beschriebenen Sinne erfüllen. Hieran ist die Beschwerdeführerin auch nicht verfahrensseitig gehindert.

#### **II.3.2.2.1.4 Vereinbarter Zins liegt außerhalb der Bandbreite marktüblicher Zinssätze, die das individuelle Risikoprofil der Beschwerdegegnerin zu 3) widerspiegeln**

Der von der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) vereinbarte Zinssatz von [REDACTED] liegt außerhalb der Bandbreite möglicher Marktsätze, die das individuelle Risikoprofil der Beschwerdegegnerin zu 3) widerspiegeln. Die Bandbreite möglicher Marktsätze, die das individuelle Risikoprofil der Beschwerdegegnerin zu 3) widerspiegeln, liegt zwischen 2,90% und 6,89 % p.a.

Die Bandbreite möglicher Marktsätze stützt sich auf das per Beweisbeschluss vom 15.07.2022 seitens der Beschlusskammer in Auftrag gegebene und am 19.12.2022 erstattete Sachverständigengutachten nebst den auf Anforderung der Beschlusskammer getätigten ergänzenden Ausführungen der Sachverständigen vom 24.07.2023.

Das Gutachten wurde mit dem Ziel der Ermittlung der marktüblichen Konditionen unter Berücksichtigung des individuellen Risikoprofils der betroffenen Unternehmen in Auftrag gegeben und dient damit im vorliegenden Verfahren als Beweismittel gem. § 26 Abs. 1 Nr. 2 VwVfG. Es unterliegt – wie auch andere Beweismittel im vorliegenden Verfahren wie etwa der Parteivortrag (Beteiligtenanhörung / Beteiligtenauskunft inkl. Privatgutachten) – dem geltenden, wengleich im Verwaltungsverfahren ungeschriebenen Grundsatz der freien Beweiswürdigung,

Schneider, in: Schoch/Schneider, VwVfG, 4. EL November 2023, § 24, Rn. 104 (beck-online).

Das Gutachten hat die beweiserhebliche Frage beantwortet. Die Beschlusskammer hat der Sachverständigen im Beweisbeschluss die erforderlichen rechtlichen Grundsätze vorgegeben, und die Sachverständige hat diese Grenzen eingehalten (zu den Einzelheiten sogleich im Rahmen der Bewertung des Gutachtens).

Mit Blick darauf, dass im vorliegenden Verfahren mit dem behördlich beauftragten Sachverständigengutachten und dem Parteigutachten der Beschwerdegegnerinnen zwei Gutachten vorliegen, weist die Beschlusskammer klarstellend darauf hin, dass im Rahmen der Beweiswürdigung – neben den Angaben der Verfahrensbeteiligten – die vorgetragene Argumente beider Gutachten Berücksichtigung finden. Dabei stützt sich die Beschlusskammer in der Darstellung auf das von ihr beauftragte Sachverständigengutachten und stellt sodann dar, warum die Erwägungen durch das Privatgutachten bzw. den Parteivortrag nicht durchgreifend in Frage gestellt werden. Hierdurch konnte die Beweisfrage beantwortet werden, ohne dass es einer zusätzlichen öffentlichen mündlichen Anhörung des Sachverständigen oder gar eines Obergutachtens bedurfte.

Aus Sicht der Beschlusskammer spricht für diese Vorgehensweise auch, dass das Privatgutachten kein eigenständiges und in sich abgeschlossenes Gutachten zu einer marktüblichen Verzinsung unter Beachtung eines individuellen Risikoprofils darstellt. Vielmehr validiert das Privatgutachten (nur) das Vorgehen der Beschwerdegegnerin zu 1). Das behördlich beauftragte Sachverständigengutachten ist demgegenüber eigenständig und in sich abgeschlossen. Es bietet sich daher an, dieses Gutachten zur Grundlage der Darstellung zu machen und die im Privatgutachten (und im Parteivortrag) vorgetragene Argumente gegenüberzustellen.

Für diese Vorgehensweise spricht ferner, dass das Privatgutachten einige methodisch nicht erklärliche bzw. nicht erklärte und argumentativ nicht nachvollziehbare Schlussfolgerungen für die eigene Bewertung der Marktüblichkeit hervorbringt, die dessen isolierte Beweiskraft erheblich schmälern. Zu diesen nicht nachvollziehbaren Schlussfolgerungen zählen unter anderem folgende Punkte:

- Das Privatgutachten stellt das Rating der Beschwerdegegnerin zu 3) mit dem extern beobachteten Rating der nicht entflochtenen Beschwerdegegnerin zu 1) gleich. Damit handelt es sich bei dem zu Grunde gelegten Rating gerade nicht mehr um die Bewertung des individuellen Risikoprofils der Beschwerdegegnerin, sondern um diejenige des Risikoprofils des (nicht entflochtenen) Konzerns.
- Der Ergebnisabführungsvertrag zwischen den Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) wird doppelt berücksichtigt (für die Bewertung des Konzernrückhalts und mit garantieähnlichen Effekten als zusätzlicher Faktor).
- Die Bewertungsmaßstäbe von Standard & Poor's zur strategischen Bedeutung der Beschwerdegegnerin zu 4) werden nicht nachvollziehbar interpretiert (etwa hinsichtlich der Frage, wie erfolgreich die Beschwerdegegnerin zu 3) in ihrem Tätigkeitsfeld agiert).

Warum diese Punkte aus Sicht der Beschlusskammer nicht nachvollziehbar sind, wird im Folgenden dargestellt.

Ausgehend von der gewählten Vorgehensweise stellt die Beschlusskammer fest, dass die Ergebnisse des behördlich beauftragten Gutachtens zunächst hinsichtlich der Bewertung des individuellen Risikoprofils der Beschwerdegegnerin zu 3) nachvollziehbar sind (hierzu unter II.3.2.2.1.4.1). Der Vortrag der Betroffenen ist nicht geeignet, das im Sachverständigengutachten ermittelte Ergebnis durchgreifend in Frage zu stellen (hierzu unter II.3.2.2.1.4.2).

Die Ergebnisse des Gutachtens sind ferner auch hinsichtlich der aus dem individuellen Risikoprofil abgeleiteten marktüblichen Zinsbandbreite (hierzu unter II.3.2.2.1.4.3) nachvollziehbar. Auch insoweit gelingt es dem Vortrag der Beschwerdegegnerinnen nicht, das Ergebnis zu erschüttern (hierzu unter II.3.2.2.1.4.4).

#### II.3.2.2.1.4.1 Feststellungen der Sachverständigen zum individuellen Risikoprofil der Beschwerdegegnerin zu 3)

Das individuelle Risikoprofil der Beschwerdegegnerin zu 3) ist laut Sachverständigengutachten, sofern es den Auszahlungszeitpunkt des hier verfahrensgegenständlichen Darlehens betrifft, mit der Ratingnote **B2 bis B3** zu bewerten.

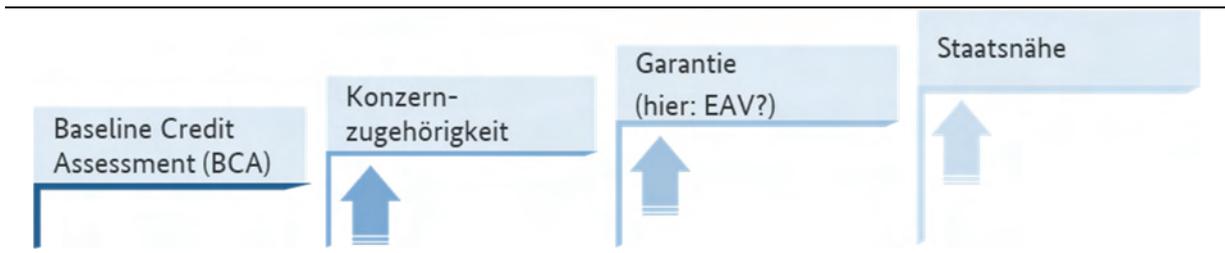


Abbildung 6 - Vorgehen bei der Ermittlung des individuellen Risikoprofils der Beschwerdegegnerin zu 3)

Das nach dem Sachverständigengutachten ermittelte Rating der Beschwerdegegnerin zu 3) setzt sich zusammen aus einer Bewertung des sog. Baseline-Credit-Assessment (BCA, auch Standalone-Credit-Profile, SACP) (hierzu unter II.3.2.2.1.4.1.2) und einer Anhebung des BCA auf das sog. Emittentenrating unter Berücksichtigung der Konzerneingebundenheit der Beschwerdegegnerin zu 3) (hierzu unter II.3.2.2.1.4.1.3). Das Sachverständigengutachten nimmt aufgrund einer jedenfalls potentiellen Relevanz vorab eine Bewertung der Beschwerdegegnerin zu 1) als Konzernobergesellschaft (Holding) vor (hierzu vorab unter II.3.2.2.1.4.1.1).

##### II.3.2.2.1.4.1.1 Ermittlung des Konzernratings

Nach dem Sachverständigengutachten ist für das Jahr 2020 von einem Rating der (entflochtenen) Beschwerdegegnerin zu 1) mit der Note ■■■■ auszugehen. Dabei reflektiert dieses Rating nach der der Sachverständigen angewandten Methodik weder die vertikale Integration des Konzerns noch einen etwaigen Staatsrückhalt desselben.

Um Effekte der vertikalen Integration außen vor zu lassen, wurden seitens der Sachverständigen alle für das Rating benötigten Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und der Kapitalflussrechnung durch Subtraktion der jeweiligen Werte der Beschwerdegegnerin zu 4) und der DB Station&Service AG gebildet,

vgl. Sachverständigengutachten S. 52 sowie 139 und 150 ff.

Die Auswertung der Finanzkennzahlen des Konzerns auf Grundlage der Geschäftszahlen des Jahres 2019 (unter Ausklammerung der Infrastruktureinheiten, also der Beschwerdegegnerin zu 4) und der DB Station&Service AG) erfolgt dabei im Rahmen der von der Ratingagentur Moody's entwickelten Scorecard-Methodik „Global Passenger Railway Companies“ vom 14.06.2017.

Das Ergebnis der Bewertung des BCA ist in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

Scorecard Methodik "Global Passenger Railway Companies" (14.06.2017)		Geschäftsjahr 2019	
Faktor 1: Größe ("Size")	Wert	Score	
a) Umsatz [Mrd. \$] (10%)	42,1	[1]	
b) Anzahl beförderter Passagiere [Pkm] (5%)	104,9	[1]	
<b>Faktor 2: Marktposition ("Market Position")</b>			
a) Stabilität des unternehmerischen Umfelds (15%)	Aaa	[1]	
b) Marktmerkmale (10%)	Aaa	[1]	
c) Wettbewerbsumfeld (15%)	Aa	[1]	
<b>Faktor 3: Kostenposition und Rentabilität ("Cost Position and Profitability")</b>			
a) EBITA Marge (7,5%)	-0,3%	[3]	
b) EBITA / durchschnittliche Vermögenswerte (7,5%)	-0,3%	[3]	
<b>Faktor 4: Kapitalstruktur ("Capital Structure")</b>			
a) Schulden / Buchkapitalisierung (7,5%)	109,3%	[3]	
b) Schulden / EBITDA (7,5%)	9,1x	[3]	
<b>Faktor 5: Cashflow und Zinsdeckung ("Cash Flow and Interest Coverage")</b>			
a) FCF / Schulden (5%)	-9,0%	[3]	
b) RCF / Nettoschulden (5%)	16,2%	[2]	
c) (FFO + Zinsaufwand) / Zinsaufwand (5%)	9,7x	[1]	
<b>Rating:</b>			
a) Scorecard-indiziertes Rating		[2]	
b) Empfohlenes Basiskreditrating (BCA)		[2]	
Quelle:	Finanzkennzahlen Deutsche Bahn, Credit Opinion DB AG (Quelle aktuellstes Moody's Rating), Berechnungen IGES.		
Anmerkung:	Verwendet wurden die in Tabelle 48 abgebildeten Finanzkennzahlen und die Ratingmethodik für den SPV von (Moody's, 2017a), die in Abschnitt 3.2.1 erläutert wird. Die Definitionen und Herleitung der Finanzkennzahlen sind in Tabelle 44 und in Abschnitt 3.6 dargestellt. Bei den Ratingfaktoren stellen Werte in [] deren Einheit und in () deren Gewichtung für das Scorecard-indizierte Rating dar. In der Spalte „Wert“ bedeuten „x“ einen Multiplikationsfaktor. Die Abkürzungen werden im Abkürzungsverzeichnis erklärt.		

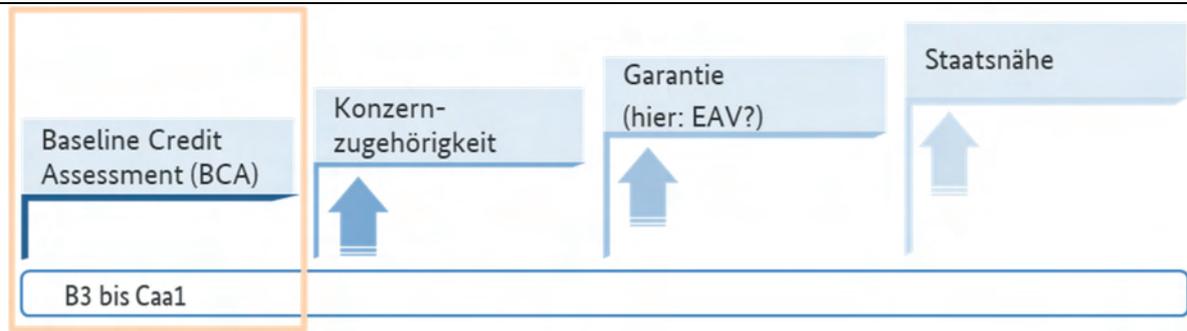
Abbildung 7 - BCA des (entflochtenen) DB Konzerns 2020 (Quelle: Sachverständigengutachten, S. 62)

Mangels eines von der Sachverständigen für den Konzern angenommenen Staatsrückhalts entspricht das Emittentenrating demjenigen des BCA und wird daher im Sachverständigengutachten mit der Note [ ] bewertet,

vgl. Sachverständigengutachten, S. 63.

### II.3.2.2.1.4.1.2 Ermittlung des BCA 2020 der Beschwerdegegnerin zu 3)

Nach dem Sachverständigengutachten ist für das Jahr 2020 von einem BCA der Beschwerdegegnerin zu 3) mit der Note **B3 bis Caa1** auszugehen.



**Abbildung 8 - Ermittlung des BCA der Beschwerdegegnerin zu 3)**

Für die Ermittlung des Ratings greift die Sachverständige auf die von der Ratingagentur Moody's entwickelte Scorecard-Methodik „*Surface Transportation and Logistics*“ vom 22.12.2021 zurück. Dabei fundiert die Sachverständige das Rating auf den Geschäftszahlen des Jahres 2019, wobei im Sachverständigengutachten präzisiert wird, dass auch der Rückgriff auf die Geschäftszahlen 2017 oder 2018 bei Anwendung der Scorecard-Methodik zu keinem anderen Ratingergebnis führt,

vgl. Sachverständigengutachten, S. 72, FN 93.

Nach Auswertung der Bewertungsfaktoren entlang der angewandten Methodik kann laut Sachverständigengutachten folgendes Ergebnis festgehalten werden:

Scorecard Methodik "Surface Transportation and Logistics" (22.12.2021)		Geschäftsjahr 2019	
Faktor 1: Größe ("Scale")	Wert	Score	
a) Umsatz [Mrd. \$] (15%)		[2]	
Faktor 2: Geschäftsprofil ("Business Profile")			
a) Eisenbahnen (20%)	[3]	[3]	
Faktor 3: Rentabilität und Effizienz ("Profitability and Efficiency")			
a) Operative Marge (5%)		[3]	
b) EBITA / durchschnittliche Vermögenswerte (5%)		[3]	
Faktor 4: Verschuldungsgrad und Abdeckung ("Leverage and Coverage")			
a) Schulden / EBITDA (15%)		[3]	
b) FFO / Schulden (10%)		[3]	
c) EBIT / Zinsaufwand (15%)		[3]	
Faktor 5: Finanzpolitik ("Financial Policy")			
a) Finanzpolitik (15%)	[2] bis [2]	[2] bis [2]	
Rating:			
a) Scorecard-indiziertes Rating		B3 (16,42) - Caa1 (16,87)	
b) Empfohlenes Basiskreditrating (BCA)		B3 (16,42) - Caa1 (16,87)	

Quelle: Finanzkennzahlen Deutsche Bahn, Credit Opinion DB AG (Quelle aktuellstes Moody's Rating), Berechnungen IGES

Anmerkung: Verwendet wurden die in Tabelle 51 abgebildeten Finanzkennzahlen und die Ratingmethodik für den SGV von (Moody's, 2021f), die in Abschnitt 0 erläutert wird. Die Definitionen und Herleitung der Finanzkennzahlen sind in Tabelle 44 und in Abschnitt 3.6 dargestellt. Bei den Ratingfaktoren stellen Werte in [] deren Einheit und in () deren Gewichtung für das Scorecard-indizierte Rating dar. In der Spalte „Wert“ bedeuten „x“ einen Multiplikationsfaktor. Die Abkürzungen werden im Abkürzungsverzeichnis erklärt.

Abbildung 9 - BCA 2020 der Beschwerdegegnerin zu 3)

#### II.3.2.2.1.4.1.3 Ermittlung des Emittentenratings 2020 der Beschwerdegegnerin zu 3)

Nach dem Sachverständigengutachten ist für das Jahr 2020 von einem Emittentenrating der Beschwerdegegnerin zu 3) mit der Note **B2 bis B3** auszugehen.

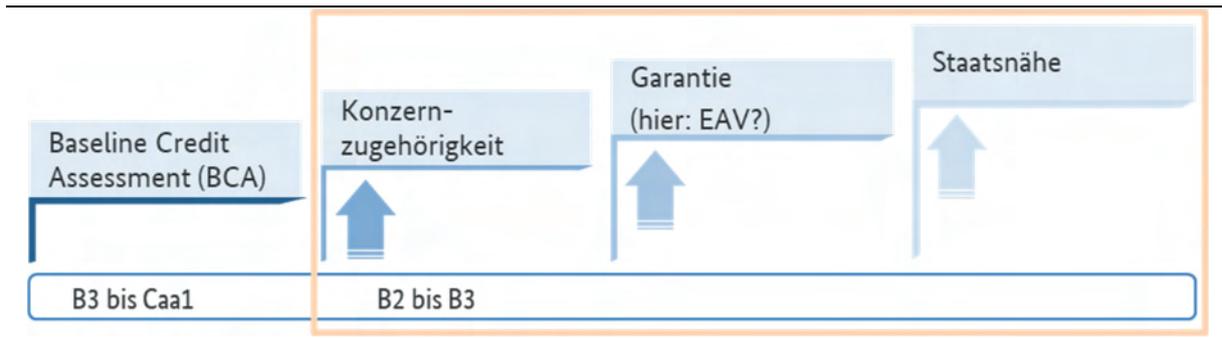


Abbildung 10 - Ermittlung des Emittentenratings der Beschwerdegegnerin zu 3)

Bei der Anhebung des BCA um insgesamt eine Ratingstufe wurde der Aspekt der Eingebundenheit der Beschwerdegegnerin zu 3) in den (hypothetisch) entflochtenen DB-Konzern bzw. das Rating der Beschwerdegegnerin zu 1) unter Inbezugnahme auch des zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) bestehenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages (auch „Ergebnisabführungsvertrag“, im Folgenden entsprechend: EAV) berücksichtigt (hierzu unter II.3.2.2.1.4.1.3.1). Dem EAV wurde dagegen bei der Bewertung des zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) geschlossenen Darlehensvertrages keine darüber hinausgehende (garantieähnliche) Bedeutung zugesprochen (hierzu unter II.3.2.2.1.4.1.3.2). Ein etwaiger, auf die Beschwerdegegnerin zu 3) bezogener Staatsrückhalt fand ebenfalls keine Berücksichtigung (II.3.2.2.1.4.1.3.3).

#### II.3.2.2.1.4.1.3.1 Konzernrückhalt der Beschwerdegegnerin zu 3)

Im Sachverständigengutachten wurde der Konzernrückhalt anhand des von der Ratingagentur Moody's entwickelten „Parent / Group Support Framework“ aus dem Jahr 2016 ermittelt.

[REDACTED]

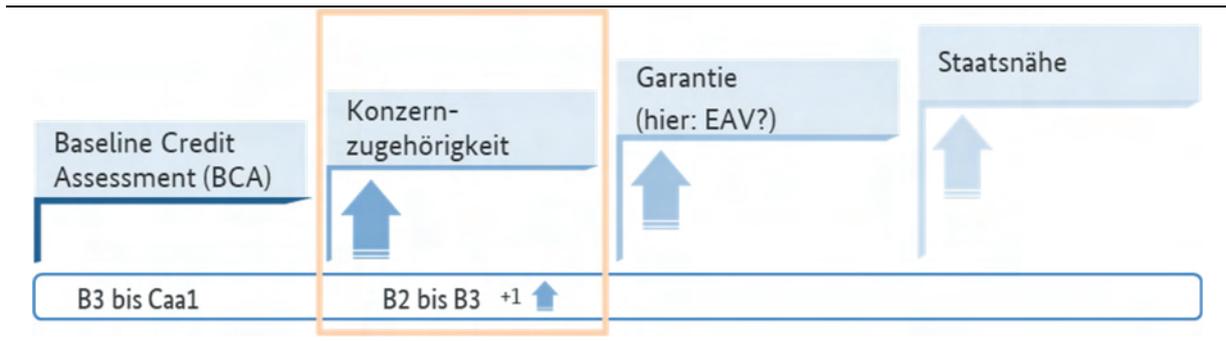
[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

vgl. Sachverständigengutachten, S. 36 sowie ergänzende Ausführungen, S. 19

Im Rahmen der Bewertung der Konzernzugehörigkeit gelangt das Sachverständigengutachten zu dem Ergebnis, dass ein [REDACTED] für die Beschwerdegegnerin zu 3) und damit eine Ratingverbesserung **um eine Notch** (also je nach angenommenen BCA auf **B2 oder B3**) erreichbar ist.



**Abbildung 11 - Ermittlung des Emittentenratings der Beschwerdegegnerin zu 3) – Uplift Konzernrückhalt**

Dabei geht das Sachverständigengutachten – verkürzt dargestellt – von folgender Bewertung unter Ausklammerung der vertikalen Integration, also der Beschwerdegegnerin zu 4) und der DB Station&Service AG, aus:

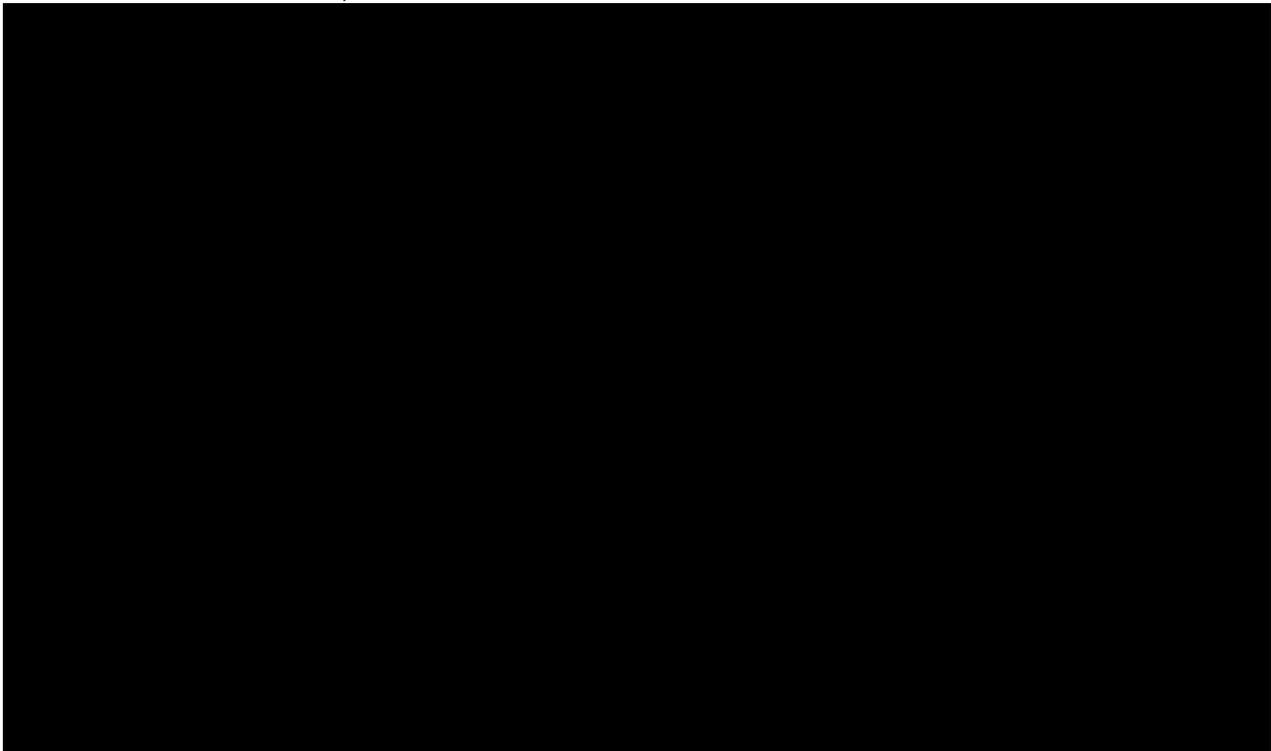


Tabelle 7 - Bewertung des Konzernrückhalts durch den Sachverständigen

vgl. Sachverständigengutachten, S. 126 ff. sowie S. 147, Darstellung: BNetzA.

#### II.3.2.2.1.4.1.3.2 Keine darüber hinausgehende Berücksichtigung des EAV

Das Sachverständigengutachten misst dem EAV bei der Betrachtung des Darlehens über die Bewertung im Rahmen der Konzernintegration hinaus keine Bedeutung – insbesondere keine garantierte Bedeutung – zu.

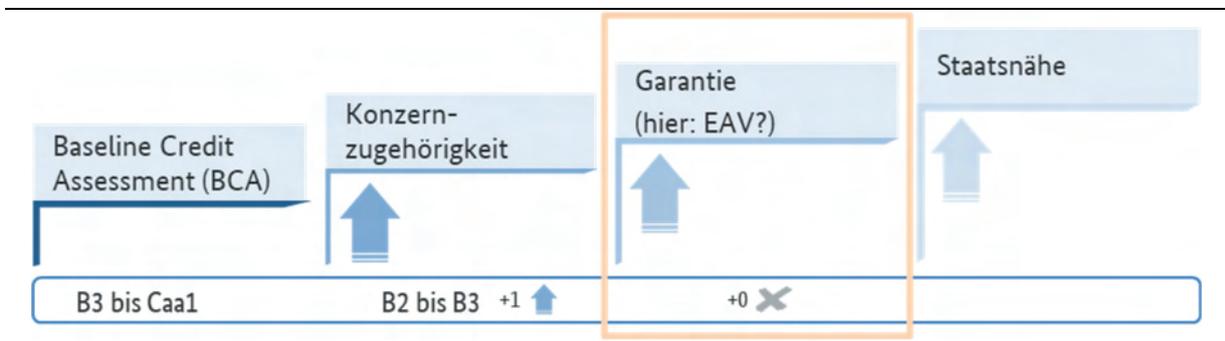


Abbildung 12 - Ermittlung des Emittentenratings der Beschwerdegegnerin zu 3) – EAV

Dem liegt eine Bewertung des EAV anhand der von Moody's im „Parent / Group Support Framework“ und im Dokument „Rating Transactions Based on the Credit Substitution Approach: Letter of Credit-backed, Insured and Guaranteed Debts“ niedergelegten Kriterien für die Bewertung von Garantien zugrunde. Für den Effekt einer expliziten (rechtlich bindenden) Garantie sind danach folgende Kriterien zu erfüllen:

- **Vollständigkeit:** Durch die Garantie muss der gesamte Darlehensbetrag inklusive aller Zinszahlungen abgedeckt sein.
- **Rechtliche Durchsetzbarkeit:** Die Zahlungsansprüche gegen den Garantiebergeber müssen rechtlich durchsetzbar sein.

- Gültigkeit: Die Garantie muss rechtsgültig sein, d.h. einen legalen Anspruch zum fristgerechten Schuldendienst gegen den Garantiegeber für den Kreditgeber begründen.
- Bedingungslosigkeit: Die Garantie bzw. die Verpflichtung zum Schuldendienst muss bedingungslos sein, d.h. es dürfen keine Regelungen existieren, die den Garantiegeber von der Verpflichtung zum Schuldendienst entbinden können.
- Unwiderruflichkeit: Die Garantie bzw. die Verpflichtung zum Schuldendienst muss unwiderruflich sein, d.h. der Garantiegeber darf nicht ohne Zustimmung der Kreditgeber die Garantie aufkündigen können.

vgl. Sachverständigengutachten, S. 35.

Laut Sachverständigengutachten ist Ursache für die Annahme eines fehlenden Garantiefekts des EAV bezogen auf den verfahrensgegenständlichen Darlehensvertrag der Umstand, dass der EAV die Kriterien „Vollständigkeit“ und „Unwiderruflichkeit“ nicht erfüllt. Dabei ist aus Sicht des Sachverständigengutachtens zu konstatieren, dass die Mindestvertragsdauer des zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) geschlossenen EAV von fünf Jahren bereits abgelaufen ist und die Kündigungsfrist sich danach auf drei Monate zum Ende des Geschäftsjahres beläuft. Unter Berücksichtigung einer fünfjährigen Nachhaftungspflicht der Beschwerdegegnerin zu 1) kommt das Sachverständigengutachten zu dem Ergebnis, dass im Fall der Beschwerdegegnerin zu 3) – Anm.: unter Berücksichtigung der Dauer ( ) und ( ) – zum Zeitpunkt der Darlehensauszahlung des Schuldendienstes (Tilgung + Zinsen) durch einen garantieähnlichen Effekt des EAV abgedeckt waren,

vgl. Sachverständigengutachten, S. 39.

Die hieraus resultierende Unvollständigkeit der Abdeckung aller Verpflichtungen aus dem Darlehensvertrag führt aus Sicht des Sachverständigengutachtens zu einer Berücksichtigung des EAV allein unter dem Gesichtspunkt der (impliziten) Konzernintegration (vgl. hierzu bereits unter II.3.2.2.1.4.1.3.1).

### II.3.2.2.1.4.1.3.3 Keine Berücksichtigung der Staatsnähe

Laut Sachverständigengutachten wird im Falle der Beschwerdegegnerin zu 3) keine Anhebung des Ratings durch einen etwaigen Staatsrückhalt begründet.

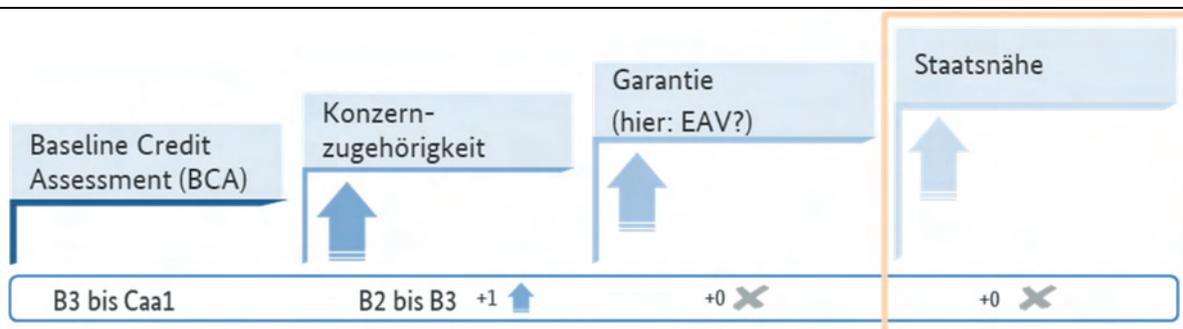


Abbildung 13 - Ermittlung des Emittentenratings der Beschwerdegegnerin zu 3) – Staatsnähe

Die Bewertung eines möglichen Staatsrückhalts bei der Beschwerdegegnerin zu 3) erfolgt im Sachverständigengutachten nach der von der Ratingagentur Moody's entwickelten Methodik zur Bewertung von staatsverbundenen Unternehmen („Government-Related Issuers“ (GRI))

aus Februar 2020, welche nach den Ratingberichten dieser Agentur auch im Falle der extern bewerteten Beschwerdegegnerin zu 1) zur Anwendung gelangten.

Der Staatsrückhalt wird danach für die Beschwerdegegnerin zu 3) als „gering“ bewertet. Im Einzelnen ergibt sich folgende – zusammenfassende – Bewertung der einzelnen Kriterien für die Beschwerdegegnerin zu 3):

Kriterium	Bewertung
<b>Beschwerdegegnerin zu 3)</b>	
Strukturelle Faktoren	
Garantien	gering
Eigentümerschaft	sehr hoch
Fehlende Hürden für Unterstützungsmaßnahmen	gering <sup>10</sup>
Bereitschaftsfaktoren	
Intervention der Regierung	moderat
Politische Verflechtungen	gering bis moderat
Ökonomische Bedeutung	gering bis moderat
Gesamtbewertung „Support“	
Durchschnittsbetrachtung	gering bis moderat
Gutachterliche Bewertung	gering

**Tabelle 8 - Ermittlung des Staatsrückhalts der Beschwerdegegnerin zu 3) laut Sachverständigengutachten, S. 46 (Darstellung / Übersetzung: BNetzA)**

Laut Sachverständigengutachten kommt der Bewertung des Kriteriums „Fehlende Hürden für Unterstützungsmaßnahmen“ letztlich eine größere Bedeutung zu, sodass im Fall der Beschwerdegegnerin zu 3) die Bewertung „gering“ gegenüber der Durchschnittsbetrachtung der Kriterien („gering bis moderat“) favorisiert wird. Als maßgeblichen Grund für die gesteigerte Bedeutung des Kriteriums „Fehlende Hürden für Unterstützungsmaßnahmen“ sieht das Sachverständigengutachten dabei die beihilferechtlichen Beschränkungen staatlicher Intervention an,

vgl. Sachverständigengutachten, S. 47.

#### **II.3.2.2.1.4.2 Keine Erschütterung durch den Parteivortrag bzw. das Parteigutachten**

Der Vortrag der Betroffenen ist auch unter Zugrundelegung des von den Betroffenen selbst in Auftrag gegebenen Privatgutachtens<sup>11</sup> nicht geeignet, dass durch das Sachverständigengutachten gefundene Ergebnis in Zweifel zu ziehen. Dies gilt vorab zunächst für die seitens der Betroffenen geäußerte formale Kritik an der von der Sachverständigen angewandten Methodik (hierzu unter II.3.2.2.1.4.2.1). Auch die materielle Kritik bezogen auf die Ermittlung des Konzernratings (hierzu unter II.3.2.2.1.4.2.2) und im Folgenden auf das für die Beschwerdegegnerin zu 3) ausgeworfene BCA (hierzu unter II.3.2.2.1.4.2.3) und das Emittentenrating (hierzu unter II.3.2.2.1.4.2.4) ist nicht geeignet, die Ergebnisse des Sachverständigengutachtens durchgreifend in Zweifel zu ziehen.

<sup>10</sup> Laut Sachverständigengutachten ist die Bewertung „gering“ für den im Gutachten als „No Barriers to support“ bezeichneten Faktor in dem Sinne zu verstehen, dass solche Hürden existieren und von Bedeutung sind. Dementsprechend wurde im Rahmen des hiesigen Beschlusses die Bezeichnung „Fehlende Hürden für Unterstützungsmaßnahmen“ gewählt.

<sup>11</sup> Soweit im Folgenden auf den Vortrag der Betroffenen abgestellt wird, ist damit – soweit nicht anders angegeben – auch der sich aus dem Privatgutachten ergebende Vortrag gemeint.

#### **II.3.2.2.1.4.2.1 Grundlegende Kritik bezogen auf die Verwendung verschiedener Methoden zur Ratingermittlung**

Die Kritik der Betroffenen bezogen auf die Verwendung unterschiedlicher Ratingmethoden dem Grunde nach ist nicht geeignet, das Ergebnis des Sachverständigengutachtens in Zweifel zu ziehen.

Soweit die Betroffenen in diesem Zusammenhang insbesondere vortragen, dass die im Rahmen des Privatgutachtens verwendete Methodik durch das Sachverständigengutachten bereits nicht entwertet werde und dass die Analyse verschiedener Ratingagenturen – wie externe Berichte eben solcher belegten – grds. auch verschiedene Ergebnisse produziere, wird dies seitens der Beschlusskammer dem Grunde nach nicht in Frage gestellt. Richtigerweise besteht bei der Ermittlung fremdvergleichskonformer Preise eine gewisse Methodenfreiheit, wobei die Glaubwürdigkeit von Ratingergebnissen dadurch gesteigert werden kann, dass diese mit denjenigen externer Ratingagenturen korrelieren,

OECD (2022), Abschnitt 10.74.

Insofern kann aus der Anwendung einer anderen als der selbst favorisierten Methodik nicht *per se* geschlossen werden, dass diese falsche Ergebnisse produziert. Jedoch ist eine korrekte Anwendung der entsprechenden Methodik wesentliche Voraussetzung für die Kreditwürdigkeit des Ergebnisses.

Sofern die Betroffenen des Weiteren kritisieren, dass nicht erkennbar sei, weshalb der aus ihrer Sicht stark an qualitativen, also – angeblich – subjektiven Kriterien orientierte Ansatz des Sachverständigengutachtens nicht mit dem quantitativen Ansatz des Privatgutachtens bzw. mit RiskCalc verprobt worden sei, so ist zunächst zu betonen, dass im Sachverständigengutachten lediglich der (wenn auch gewichtige) Ratingfaktor „Marktposition“ qualitativ ermittelt wird. Die anderen Faktoren werden quantitativ aus den Geschäftsberichten / Finanzdaten des Unternehmens ermittelt,

vgl. Sachverständigengutachten, S. 24.

Hinzu kommt, dass einem Ansatz, welcher einen Fokus (auch) auf qualitative Aspekte setzt, nicht aus diesem Umstand heraus der Vorwurf der Ungeeignetheit gemacht werden kann. Vielmehr zeigen auch die Verrechnungspreisleitlinien der OECD, dass gerade die Methoden großer Ratingagenturen sich durch eine Berücksichtigung auch und insbesondere solcher qualitativer Aspekte auszeichnen,

vgl. OECD (2022), Abschnitt 10.73.

Daneben ist die Kritik der Betroffenen aber auch deshalb nicht nachvollziehbar, weil der qualitativeren Ansatz des Sachverständigengutachtens in nahezu allen betrachteten Fällen der Darlehensvergabe zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und den EVU-Töchtern – nämlich allen bis auf denjenigen der Beschwerdegegnerin zu 3) – bei der Ermittlung des BCA zu einem jeweils besseren Rating führt:

Konzerngesellschaft	BCA <sup>12</sup>					
	19 <sup>13</sup>		20		21	
	PG <sup>14</sup>	SG <sup>15</sup>	PG	SG	PG	SG
Beschwerdegegnerin zu 1 (DB AG)	[2]	[1]	[3]	[2]	[2]	- <sup>18</sup>
Beschwerdegegnerin zu 3 (DB Cargo AG)	-	-	[2]	B3 – Caa1	[2]	-
Beschwerdegegnerin zu 4 (DB InfraGO AG)	-	-	-	-	[2]	[1]
Betroffene zu 1 (DB Fernverkehr AG)	-	-	[3]	[1]		
Betroffene zu 2 (DB Regio AG)	[2]	[1]	-		[2]	

**Tabelle 9 - Gegenüberstellung der BCA der Konzerngesellschaften lt. Privat- und Sachverständigengutachten (Darstellung: BNetzA); jeweils bessere Ratings grau hinterlegt**

Eine generelle Kritik an der angewandten Methode erscheint vor diesem Hintergrund unangebracht, da nicht erkennbar ist, dass die verwendete Methode systematisch zu einer schlechteren Bewertung der Konzernunternehmen führen würde. Gerade vor dem Hintergrund der in der Tabelle dargestellten Ergebnisse ist zu hinterfragen, inwieweit eine von den Betroffenen geforderte – im Übrigen aber nicht zwingende – Verprobung mit RiskCalc eine Verbesserung des Ratings nach sich ziehen sollte.

Was schließlich die Kritik der Betroffenen angeht, die Einstufung als „notenbankfähig“ durch die Bundeszentralbank wäre zu berücksichtigen gewesen, so verfängt die Argumentation aus Sicht der Beschlusskammer bereits deshalb nicht, weil die Einstufung als „notenbankfähig“ auf einem Rating beruht und nicht umgekehrt. Die Bonitätsanalyse speist sich zentral auf einer Auswertung externer Ratingquellen, die jedoch angesichts der zu berücksichtigenden Aspekte im Eisenbahnregulierungsrecht, namentlich der Desintegration der BvEA, nicht ohne weiteres herangezogen werden können (vgl. hierzu unter II.3.2.2.1.4.2.2.1). Daneben sieht auch die OECD-Verrechnungspreisleitlinie derartige „Bankauskünfte“, d. h. Bewertungen der „Bankfähigkeit“ eines Darlehensnehmers, kritisch. Das Heranziehen von Bankauskünften stellt nach Ansicht der OECD eine Abweichung vom Fremdvergleichsansatz dar, weil diese nicht auf einem Vergleich tatsächlicher Geschäftsvorfälle basieren. Sie sind daher generell nicht als Nachweis fremdüblicher Konditionen anzusehen,

OECD (2022), Abschnitt 10.107 f.

<sup>12</sup> Anm.: Die Benennung der Ratings erfolgt nach der Nomenklatur von Moody's und wurde teils aus der Benotung nach S&P heraus übersetzt.

<sup>13</sup> Es werden jeweils nur die Ratings für die Darlehen angegeben, sodass je nach Zeitpunkt der Darlehensvergabe „Lücken“ (= „-“) in der Tabelle entstehen.

<sup>14</sup> PG = Privatgutachten.

<sup>15</sup> SG = Sachverständigengutachten.

<sup>16</sup> Die hier angegebenen Ratings der Beschwerdegegnerin zu 1) beziehen sich auf ihr Rating „ohne“ Infrastruktureinheiten; ausweislich des Privatgutachtens geht die Beschwerdegegnerin zu 1) bei Berücksichtigung der Infrastruktur von folgenden Ratings aus: [2] (2019), [2] (2020), [2] (2021), vgl. [2] Gutachten vom 12.05.2022, S. 26.

<sup>17</sup> Die ursprünglich im Sachverständigengutachten vorgenommene Bewertung mit der Note [2] für das Jahr 2019 wurde nach Rückfragen der Beschlusskammer in den ergänzenden Ausführungen der Sachverständigen vom 24.07.2023 [2] nach oben korrigiert.

<sup>18</sup> Das Rating des Konzerns ist nur für die EVU-Tochtergesellschaften von Relevanz, sodass im Sachverständigengutachten für 2021 kein Ergebnis ausgeworfen wurde.

<sup>19</sup> Das BCA-Rating [2] der Beschwerdegegnerin zu 3) für das Jahr 2020 resultiert aus einer Ausklammerung pandemie-bedingter Aspekte im Jahr 2020 – und damit auf dem Wert für 2019. Unter Einbeziehung des Wirtschaftsjahres 2020 kommt das Privatgutachten zu einem Rating von [3] (Privatgutachten, S. 32 nebst Anlagen).

#### **II.3.2.2.1.4.2.2 Partielle Erschütterung hinsichtlich des Konzernratings**

Der Vortrag der Betroffenen ist lediglich teilweise geeignet, das nach dem Sachverständigen-gutachten für den betreffenden Zeitpunkt anzunehmende Konzernrating der Beschwerdegegnerin zu 1) (Note ████████) in Frage zu stellen. Dies beeinflusst die Einstufung der Beschwerdegegnerin jedoch im Ergebnis nicht (vgl. hierzu detailliert: II.3.2.2.1.4.2.4).

Dabei ist voranzustellen, dass eine entflechtungsrechtskonforme Bewertung des individuellen Risikoprofils des betreffenden Unternehmens im Sinne des § 8d Abs. 5 ERegG dennotwenig die Ausklammerung der Effekte vertikaler Integration erfordert (hierzu unter II.3.2.2.1.4.2.2.1). Ein Rückgriff auf externe Ratingberichte, welche auf Ebene des BCA des Konzerns die vertikale Integration mitbewerten, ist daher – auch bei Beachtung der Argumentation im Privatgutachten – methodisch zweifelhaft und nicht geeignet, das im Sachverständigengutachten gefundene Ergebnis zu widerlegen (hierzu unter II.3.2.2.1.4.2.2.2)

Demgegenüber ist jedoch auch zu konstatieren, dass die Bewertung des Staatsrückhalts der Beschwerdegegnerin zu 1) im Sachverständigengutachten durch den Vortrag der Betroffenen erschüttert wird (hierzu unter II.3.2.2.1.4.2.2.3).

#### **II.3.2.2.1.4.2.2.1 Unzulässigkeit der Berücksichtigung vertikaler Integration**

Für die entflechtungsrechtskonforme Bewertung des individuellen Risikoprofils der betreffenden Einheit eines VIU ist die gedachte Herausnahme des Betreibers von Eisenbahnanlagen bzw. (bei Mehrzahl) der Betreiber von Eisenbahnanlagen aus dem Unternehmensverbund entscheidend.

Dabei kommt es nicht darauf an, in welcher der im Gesetz benannten Formen ein VIU ange-troffen wird, ob also ein EVU einen Betreiber von Eisenbahnanlagen kontrolliert oder umge-kehrt oder ob die von den Betroffenen gewählte Holdingkonstellation eines VIU vorliegt. Denn Kernziel der Evaluierung des individuellen Risikoprofils muss es gemäß der entflechtungs-rechtlichen Bestimmungen sein zu prüfen, ob die betreffenden Unternehmen bzw. Einheiten ebenso (also zu den gleichen Konditionen) gehandelt hätten, wenn sie – namentlich im Ver-hältnis EVU zu BvEA, ggf. verbunden über eine Holding – nicht miteinander verbunden wären,

vgl. zu den parallelen Vorgaben im Energierecht: Beschlusskammer 6 bei der Bun-desnetzagentur, Beschluss vom 19.11.2019, BK6-17-087, S. 37.

Die Notwendigkeit der Desintegration ergibt sich aus dem Regulierungsrecht selbst.

Bereits auf Wortlautebene des § 8d Abs. 5 ERegG wird dies deutlich. Dieser verlangt innerhalb eines VIU eine Darlehensvergabe zu Marktsätzen, die dem „individuellen“ Risikoprofil des „be-treffenden Unternehmens“ entsprechen. Der Zusatz „individuell“ macht dabei deutlich, dass es dem nationalen – aber vor ihm auch dem europäischen – Gesetzgeber auf eine Betrachtung jedes Unternehmens innerhalb eines VIU „für sich genommen“ ankam. Mehr noch zeigt jedoch die mit § 8d Abs. 5 ERegG zwingend zu verbindende Legaldefinition des VIU in § 1 Abs. 25 ERegG auf, dass hiermit eine isolierte Betrachtung speziell von EVU(-Einheiten) einerseits und BvEA(-Einheiten) andererseits beabsichtigt ist. Der Legaldefinition nach sind VIU nämlich auch in Konstellationen denkbar, in denen allein ein Mutter- und ein Tochterun-ternehmen das VIU als EVU einerseits und BvEA andererseits formen. Der Begriff „individuell“ kann in diesem Kontext also lediglich bedeuten, dass EVU von BvEA bei der Bewertung zu trennen sind. Nichts anderes kann damit letztlich in solchen Fällen gelten, in denen eine Hol-dingstruktur vorliegt.

Auch systematisch betrachtet ergibt sich dasselbe Bild: Gegenüber den Absätzen 3 und 4 derselben Norm gewährt § 8d Abs. 5 ERegG insofern eine Ausnahme, als er Darlehensbeziehungen zwischen EVU(-Einheiten) und BvEA(-Einheiten) innerhalb eines VIU gestattet, obwohl dies bei (in ihrer Eigentümerschaft) vollständig getrennten EVU und BvEA (gem. Abs. 3 und 4) gänzlich (auch zu Marktsätzen, die das individuelle Risikoprofil widerspiegeln) untersagt ist. Durch die Betonung des „individuellen Risikoprofils“ macht der Gesetzgeber jedoch gleichzeitig deutlich, dass gedanklich, ebenso wie es bei den Absätzen 3 und 4 – tatsächlich – der Fall ist, die jeweiligen (hypothetischen) Risikoprofilbetrachtungen zwischen EVU und BvEA zu trennen sind.

Darüber hinaus zeigt sich bei Betrachtung der mit § 8d Abs. 5 ERegG in Zusammenhang stehenden Übergangsvorschrift des § 80 Abs. 2 ERegG, dass der (hypothetischen) Trennung unter Geltung des neuen Rechts eine stärkere Beachtung geschenkt werden sollte. So erlaubt § 80 Abs. 2 Satz 1 ERegG die Fortführung von Altverträgen (vor dem 24.12.2016 gewährte Darlehen) u.a. unter der Prämisse, dass diese „zu Marktsätzen geschlossen wurden“, ohne dass hier das individuelle Risikoprofil Erwähnung findet (vgl. insofern auch Art. 7d Abs. 5 RL 2012/34/EU). Altverträge in VIU unterliegen demnach – für eine Übergangszeit – nicht den Anforderungen, zu Marktsätzen *nach individuellem Risikoprofil*, sondern lediglich zu Marktsätzen (sinngemäß: die ggf. auch noch den Infrastrukturbereich mitbedacht haben) geschlossen worden zu sein.

Sodann ist in systematischer Sicht auch zu berücksichtigen, dass § 8d Abs. 6 ERegG für in VIU erbrachte Dienstleistungen ebenfalls anordnet, dass diese zu Marktpreisen erbracht werden. Auch hier ist folglich der Gedanke, dass BvEA und andere Konzerneinheiten finanziell wechselseitig so gestellt werden, als wären sie voneinander unabhängige Unternehmen. Da Marktpreise bei Darlehen an die Risikobewertung des Unternehmens gekoppelt sind, muss für die Ermittlung von Marktpreisen bei Darlehen das individuelle Risikoprofil des betroffenen Unternehmens – ohne das jeweils andere Unternehmen – zu Grunde gelegt werden.

Ferner bestätigt auch die systematische Einbettung von § 8d Abs. 5 ERegG in die übrigen Entflechtungsnormen die Erforderlichkeit der nach EVU und BvEA getrennten Betrachtung. So verlangen die §§ 7 ff. ERegG auf nationaler Ebene die (in den jeweiligen Vorschriften näher ausdifferenzierte) rechtliche, organisatorische und Entscheidungs-Unabhängigkeit des Betreibers von Eisenbahnanlagen – insbesondere mit Blick auf VIU. Dies umfasst auch – anders, als die Überschrift des § 8d ERegG mit „Finanzielle Transparenz“ vermuten lässt, – eine hinreichende *Trennung* der Finanzen und der Finanzierung.

Letztlich wird dies auch durch die Diskussionen bei der Schaffung der dem deutschen Gesetz zugrundeliegenden europäischen Norm deutlich,

vgl. zur Betonung der „Trennung“ der Finanzkreisläufe und zur Kritik an der Formulierung der zugrundeliegenden europäischen Norm: Generalsekretariat des Rates der Europäischen Union, Vorbereitung der Tagung des Rates (Verkehr, Telekommunikation und Energie) am 8. Oktober 2015 vom 25.09.2015, 11998/15, S. 3: *„Nach dem Text des Vorsitzes zu Artikel 7d Buchstabe d müssen die Konten in vertikal integrierten Unternehmen so geführt werden, dass getrennte Rechnungsführung sowie transparente Finanzkreisläufe innerhalb des Unternehmens möglich sind. Einige Delegationen sind von dieser Formulierung nicht vollständig überzeugt und betonen, dass Finanzkreisläufe nicht nur transparent, sondern auch getrennt sein müssen.“*

Auch aus teleologischer Sicht ergibt sich kein anderes Bild. Hierfür können vor allem auch die Erwägungen des europäischen Gesetzgebers herangezogen werden:

Namentlich im Erwägungsgrund 17 der RL 2016/2370/EU kommt etwa zum Ausdruck, dass eine hinreichende finanzielle Trennung insbesondere erfordert, dass eine (potentielle) Wettbewerbsverzerrung durch Quersubventionierung wirksam verhindert wird. Dieser Intention stünde eine Evaluierung des individuellen Risikoprofils unter Berücksichtigung der vertikalen Integration erkennbar entgegen. Denn durch die Berücksichtigung des konzernverbundenen BvEA und des EVU bei der Bewertung des EVU einerseits bzw. des BvEA andererseits könnten die jeweiligen Ratings der betreffenden Einheiten des VIU im Positiven wie im Negativen beeinflusst werden, was unter Umständen zur Quersubventionierung auf Ratingebene – also zur positiven Beeinflussung eines Unternehmens durch das bessere Rating eines verbundenen Unternehmens – führen könnte,

vgl. zur Möglichkeit einer Rating-Quersubventionierung im Kontext der sog. „Basel II“-Vereinbarung: *Höpfner*, Determinanten der Quersubventionierung: Ein Vorschlag zur Analyse wirtschaftlicher Liberalisierung, Berliner Journal für Soziologie, 16(1), 7-23 (2006).

#### **II.3.2.2.1.4.2.2 Nicht nachvollziehbarer Rückgriff auf durch vertikale Integration beeinflusste Ratings**

Das Erfordernis, zur Bestimmung des individuellen Risikoprofils den BvEA aus dem Verbund herauszulösen, wird von den Betroffenen auch nicht grds. in Frage gestellt. Insbesondere ermittelt das Privatgutachten ein Schattenrating des hypothetisch entflochtenen Konzerns (hierzu unter (1)). Umso weniger überzeugend ist daher der Ansatz der Betroffenen, – trotzdem – auf das zwar extern ermittelte und gemittelte, jedoch in jedem Falle durch vertikale Integration beeinflusste BCA der Beschwerdegegnerin zu 1) zurückzugreifen (hierzu unter (2)).

##### **(1) Nähere Darlegung der Vorgehensweise der Betroffenen**

Im vorgelegten Privatgutachten wird ein hypothetisches Schattenrating der Beschwerdegegnerin zu 1) ohne Berücksichtigung der Infrastrukturbereiche (dort: ohne (damalige) DB Netz AG, (damalige) DB Station&Service AG und DB Energie GmbH) aufgestellt, um „zu *ermitteln, ob und falls zutreffend, in welchem Umfang die Infrastrukturbereiche das Rating des DB-Konzerns beeinflussen*“,

vgl. Privatgutachten, S. 26

Dabei evaluiert das Privatgutachten zunächst, ob das hypothetische Stand-Alone-Rating der Beschwerdegegnerin zu 4) sich positiver darstellen würde als das BCA der Beschwerdegegnerin zu 1). Das Privatgutachten kommt zu dem Ergebnis, dass die Ratings der hypothetisch entflochtenen Beschwerdegegnerin zu 4) ohne Berücksichtigung der Staatsnähe in den Jahren 2019 ■■■■, 2020 ■■■■ und 2021 ■■■■ unterhalb des extern ermittelten und gemittelten Ratings des nicht entflochtenen Konzerns ■■■■ lägen,

vgl. zur Evaluierung des hypothetischen Ratings der Beschwerdegegnerin zu 4): Privatgutachten, S. 24f.

In einer weiteren Analyse legt das Privatgutachten zum anderen zur Erprobung eines möglicherweise positiven Einflusses das BCA der *hypothetisch entflochtenen* Beschwerdegegnerin zu 1) neben einer Betrachtung des BCA der Beschwerdegegnerin zu 1) *inklusive* Infrastruktureinheiten dar. Die hypothetisch entflochtene Beschwerdegegnerin zu 1) sei danach mit

[2] (2019), [3] 2020) und [2] 2021) zu bewerten, während sich bei Hinzurechnung der Infrastruktureinheiten lediglich für 2019 ein anderer (schlechterer) Ratingwert [2] ergebe. Das Privatgutachten leitet hieraus die Schlussfolgerung ab, dass eine (signifikante) Verschlechterung des Stand-Alone-Ratings der (hypothetisch) entflochtenen Beschwerdegegnerin zu verneinen sei,

vgl. Privatgutachten, S. 25.

Des Weiteren folge hieraus aus Sicht des Privatgutachtens, dass das Ansetzen des extern ermittelten Ratings für andere Konzerngesellschaften im Ausgangspunkt, d. h. noch unabhängig von der Bewertung des EAV, zulässig sei.

Jahr	Hyp. BCA Beschwerdegegnerin zu 4)	Hyp. BCA <u>entflochtene</u> Beschwerdegegnerin zu 1)	Hyp. BCA <u>nicht</u> entflochtene Beschwerdegegnerin zu 1)	Extern ermittelte und gemittelte Ratings Beschwerdegegnerin zu 1)
2019	[2]	[2]	[2]	A3
2020	[2]	[3]	[3]	
2021	[2]	[2]	[2]	

Tabelle 10 - Ratingermittlungen nach Privatgutachten (Zusammenfassung und Darstellung: BNetzA)

**(2) Methodisch nicht nachvollziehbarer Rückgriff auf externes BCA der Beschwerdegegnerin zu 1)**

Der nach den Ausführungen im Privatgutachten sinngemäß geltende Schluss, dass mangels Nachweis einer Beeinflussung des Konzernratings durch das Rating der Beschwerdegegnerin zu 4) unproblematisch auf das externe BCA-Rating zurückgegriffen werden könne, ist methodisch nicht nachvollziehbar und daher zur Erschütterung der Ergebnisse des Sachverständigengutachtens nicht geeignet:

Zwar ist der primäre Grund für den Rückgriff auf externe Ratings – die Unabhängigkeit der Ratingagenturen und der Rückgriff auf mehrere Bewertungsquellen (Moody's, S&P) – grds. nachvollziehbar. Es erscheint jedoch bereits im Ausgangspunkt methodisch nicht konsequent, (hypothetische) Stand-Alone-Ratings sowohl für den Konzern mit als auch ohne Infrastruktureinheiten und für die Beschwerdegegnerin zu 4) zu ermitteln, um letztlich auf ein – gegenüber dem ermittelten hypothetischen Rating höheres – extern ermitteltes und gemitteltes Rating zurückzufallen. Sofern ein hypothetisch ermitteltes Rating das externe Rating nicht bestätigt, wäre vielmehr aus methodischer Sicht zu erklären gewesen, wodurch die Diskrepanz zwischen dem eigens ermittelten und dem extern ermittelten Rating zustande kommt. Dies gilt vor allem auch aus dem Grund, dass zwischen den ermittelten Ratings einer hypothetisch entflochtenen Beschwerdegegnerin zu 1) ([2], [3], [2]) im Vergleich zum extern ermittelten und gemittelten Rating (A3) teils bis zu sechs Rating-Notches liegen ([3] bis [2] – A3).

Nicht aufgeklärt wird zudem durch den Vortrag der Betroffenen, weshalb im Jahr 2020 das jedenfalls um zwei Notches bessere Rating der Beschwerdegegnerin zu 4) keinen positiven Einfluss auf das Rating der Beschwerdegegnerin zu 1) hat.

Daneben stellt der Rückgriff auf das extern ermittelte und gemittelte BCA der Beschwerdegegnerin zu 1) zugleich eine bewusste Referenz auf einen Wert dar, der eindeutig durch die Beschwerdegegnerin zu 4) – ob positiv oder negativ – beeinflusst wurde. Diese Beeinflussung geht aus den Ratingberichten der jeweiligen Ratingagentur zweifelsfrei hervor:

Die Bestandteile der Bewertung des SACP der Beschwerdegegnerin zu 1) nach der Bewertungslogik von S&P<sup>20</sup> werden in der aus dem Jahr 2017 stammenden „Full Analysis“ beschrieben. Danach wird insbesondere das sog. „Business Risk Profile“ in die Bewertung des Stand-Alone-Ratings mit einbezogen. Das „Business Risk“ wird seitens S&P mit „Strong“ bewertet. Dabei wird der Umstand vertikaler Integration als zentral betrachtet:

*“Our assessment of the company's business risk profile as strong reflects the fact that it derives nearly 90% (DB without DB Schenker) of its EBITDA from its low-risk transportation infrastructure operation in a large and wealthy area. The vertical integration combines infrastructure management (which contributes about 40% EBITDA) and transportation services, and gives DB bigger scale, and more earnings operating stability compared to pure rail operators that are largely exposed to customer demand risk.”* (S&P, Rating Report Full Analysis, 30.08.2017, S. 6, abrufbar unter: [https://ir.deutschebahn.com/fileadmin/Rating/rating\\_report\\_s-p\\_full\\_analysis\\_en.pdf](https://ir.deutschebahn.com/fileadmin/Rating/rating_report_s-p_full_analysis_en.pdf); zuletzt abgerufen am 20.12.2024)

In der aktuellen Bekanntmachung von S&P heißt es bezogen auf das SACP der Beschwerdegegnerin zu 1) zudem:

*„S&P Global Ratings today said that solid 2022 results at vertically integrated railway operator Deutsche Bahn AG (DB; AA-/Stable/A-1+) should help it face large planned infrastructure investments over the next five years. The positive trends in the group's 2022 results confirm our expectations that last year's funds from operations (FFO) to debt could remain comfortably above 9%, and this is commensurate with our 'bbb+' assessment of DB's stand-alone credit profile (SACP).”* (S&P Global Ratings, Bulletin: Deutsche Bahn's Solid 2022 Results Should Facilitate Large Planned Investments“, 03.04.2023, abrufbar unter: [https://ir.deutschebahn.com/fileadmin/Deutsch/2023/Anhaenge/RatingsDirectBulletinDeutscheBahnsSolid2022ResultsShouldFacilitateLargePlannedInvestments\\_2967971\\_Apr-3-2023.pdf](https://ir.deutschebahn.com/fileadmin/Deutsch/2023/Anhaenge/RatingsDirectBulletinDeutscheBahnsSolid2022ResultsShouldFacilitateLargePlannedInvestments_2967971_Apr-3-2023.pdf); zuletzt abgerufen am 20.03.2024)

Auch im Rahmen der Bewertungsmethodik von Moody's stellt die vertikale Integration einen markanten Bewertungspunkt für das BCA dar,

vgl. etwa Moody's, Credit Opinion Deutsche Bahn AG, 19.10.2021, S. 2

Zudem ist aus Moody's „Rating Action“ aus dem Jahr 2022 ersichtlich, dass die externe Ratingagentur sehr wohl von einem möglichen „Downgrade“ des Ratings u. a. für den Fall ausgeht, dass eine Schwächung des „company risk profile“, etwa durch die Änderung des integrierten Geschäftsmodells, namentlich eine Trennung des Transportgeschäfts von den Aktivitäten des Infrastrukturbetriebs, entsteht,

---

<sup>20</sup> Die in den Ratingdokumenten beschriebene Bewertungsmethodik zur Ermittlung des SACP verknüpft das sog. „Business Risk Profile“ (Country Risk, Industry Risk und Competitive Position) mit dem sog. „Financial Risk Profile (Cash Flow / Leverage) zum sog. „anchor assessment“, welches ggf. durch sog. „modifiers“ (z. B. „capital structure“ etc.) beeinflusst zum SACP geformt wird. Das derart ermittelte Rating wird anschließend durch eine „group influence“ oder „government influence“ zum „Issuer Credit Rating“ (ICR), vgl. hierzu: S&P Global Ratings, How We Rate Nonfinancial Corporate Entities, 19.02.2021, S. 1 ff., abrufbar unter: [https://www.spglobal.com/ratings/division-assets/pdfs/041019\\_howweratenonfinancialcorporateentities.pdf](https://www.spglobal.com/ratings/division-assets/pdfs/041019_howweratenonfinancialcorporateentities.pdf); zuletzt abgerufen am: 20.03.2024.

vgl. Moody's Investors Service, Rating Action: Moody's affirms Deutsche Bahn's Aa1 ratings and downgrades BCA to a3; changes outlook to stable, 04.07.2022, S. 2, abrufbar unter: [https://ir.deutschebahn.com/fileadmin/Deutsch/2022/Anhaenge/Moody\\_s\\_Rating\\_Action\\_DB\\_20220704.pdf](https://ir.deutschebahn.com/fileadmin/Deutsch/2022/Anhaenge/Moody_s_Rating_Action_DB_20220704.pdf); zuletzt abgerufen am 20.03.2024.

Demgegenüber zeigt das seitens der Beschlusskammer in Auftrag gegebene Sachverständigengutachten in dieser Hinsicht einen methodisch nachvollziehbaren Ansatz, der darin besteht, für die Beschwerdegegnerin zu 1) für die bei der Betrachtung relevanten Jahre 2019, 2020 und 2022 (in 2021 wurde das Darlehen mit der Beschwerdegegnerin zu 4) kontrahiert, welche bei konsequenter (hypothetischer) Desintegration nicht am Rating des Konzerns partizipiert) jeweils ein auf dem Ansatz von Moody's beruhendes separates Rating zu ermitteln. Dabei ist auch zu konstatieren, dass dieses separat ermittelte Rating dasjenige, welches im Privatgutachten hypothetisch für den Konzern ohne Infrastruktureinheiten bestimmt wurde, übertrifft und im Jahr 2019 – nach Berücksichtigung der von der Betroffenen im Rahmen des Verfahrens geäußerten Kritik – zudem das Rating [REDACTED] als BCA auswirft,

vgl. hierzu Sachverständigengutachten v. 19.12.2022, insb. S. 54 ff. und 59 ff. sowie Korrektur des Ratings für 2019 laut ergänzender Ausführungen vom 24.07.2023, S. 11 f.

Konzerngesellschaft	BCA <sup>21</sup>							
	2019		2020		2021		2022	
	PG <sup>22</sup>	SG <sup>23</sup>	PG	SG	PG	SG	PG	SG
Beschwerdegegnerin zu 1 (DB AG)	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	-	-	[REDACTED]

**Tabelle 11 - Gegenüberstellung BCA entflochtener Konzern nach Privat- und Sachverständigengutachten (Zusammenfassung und Darstellung: BNetzA)**

Das [REDACTED] und auch die angewandte Methodik finden zudem Bestätigung in den externen Ratingberichten, welche die Ratingagentur Fitch betreffend den DB-Konzern erstellt hat.<sup>25</sup> Fitch legt bei der Betrachtung der europäischen Eisenbahnunternehmen einen Ansatz zugrunde, welcher die regulatorischen Restriktionen umfassend berücksichtigt und hieraus auch bedeutende Implikationen für die Betrachtung von BvEA einerseits und EVU andererseits – nämlich die tendenziell (dort

<sup>21</sup> Anm.: Die Benennung der Ratings erfolgt nach der Nomenklatur von Moody's und wurde teils aus der Benotung nach S&P heraus übersetzt.

<sup>22</sup> PG = Parteigutachten

<sup>23</sup> SG = beschlusskammerseitig beauftragtes Sachverständigengutachten (inkl. etwaiger Ergänzungen)

<sup>24</sup> Die hier angegebenen Ratings der Beschwerdegegnerin zu 1) beziehen sich auf ihr Rating „ohne“ Infrastruktureinheiten; ausweislich des Privatgutachtens geht die Beschwerdegegnerin zu 1) bei Berücksichtigung der Infrastruktur von folgenden Ratings aus: [REDACTED] 2019), [REDACTED] 2020), [REDACTED] 2021), vgl. [REDACTED] Gutachten vom 12.05.2022, S. 26.

<sup>25</sup> Es handelt sich dabei um sog. „unsolicited“ Ratings, also unaufgeforderte bzw. nicht von der Beschwerdegegnerin zu 1) beauftragte Ratings.

jedoch über die Bewertung als Government-Related-Entity, „top-down“<sup>26</sup>) geringere Bewertung von EVU – ableitet. Wörtlich heißt es etwa in der Zusammenfassung eines Special Report vom 09.01.2020:

*„The seven Fitch-rated EU railway companies form a coherent group credit risk-wise, as they have to abide by EU regulation, notably regarding state aid and **the ban on cross-financing between infrastructure managers and operators**. These EU regulations can constrain railway companies' ratings, through a limitation of the support score or a limitation on the standalone credit profile. Fitch considers these companies government-related entities (GREs) as their national government has sufficient control over them to create a parent/subsidiary relationship. This is mainly reflected in direct or indirect ownership by their respective states, close control by ministries and national agencies, and their prominent role for national mobility and economic development. Fitch views the EU regulation on state aid as a constraint on the GRE score, assessed between 0 and 60, which helps determine the rating approach. **This is particularly the case for railway operators, which, unlike infrastructure managers, operate in a competitive environment. For them, state aid must be proved to be in line with internal market rules.** This generally constrains their score on the second rating factor (support track record and expectations) and indirectly explains lower score on the third factor (socio-political impact). As a result, the impact of the state-aid restrictions on the GRE score explains a material part of the rating differences (only the infrastructure managers have their ratings automatically equalised to their sponsor's ratings).”*

FitchRatings, Special Report – EU Railways: Government-Driven and Subject to State-Aid Restrictions, 09.01.2020, abrufbar unter: <https://www.fitchratings.com/research/international-public-finance/eu-railways-government-driven-subject-to-state-aid-restrictions-09-01-2020>; zuletzt abgerufen am: 20.03.2024.

Bei der Bestimmung des Standalone Credit Profiles (SCP) der Beschwerdegegnerin zu 1) weist FitchRatings in der Folge dem Konzern das geringere der beiden Ratings des BvEA einerseits und der wettbewerblichen Aktivitäten andererseits zu, um die europarechtlichen Restriktionen betreffend Quersubventionierung (und Beihilfen) angemessen zu berücksichtigen. Die Beschwerdegegnerin zu 1) erhält in 2020 daher das gegenüber dem BvEA (im „**A-Bereich**“) geringere Rating von „**bbb+**“ (entspricht **Baa1** nach Moody's) des kompetitiven Bereichs,

vgl. FitchRatings, Rating Action Commentary – Fitch Affirms Deutsche Bahn AG at ‚AA‘; Outlook Stable, 04.12.2020, abrufbar unter <https://www.fitchratings.com/research/international-public-finance/fitch-affirms-deutsche-bahn-ag-at-aa-outlook-stable-04-12-2020>; zuletzt abgerufen am: 20.03.2024.<sup>27</sup>

<sup>26</sup> In der Vergangenheit verfolgte Fitch teils noch einen „Bottom-Up“-Ansatz (von unten nach oben) zur Bestimmung des Ratings, vgl. etwa zu 2016: <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-downgrades-deutsche-bahn-to-aa-outlook-stable-25-10-2016>, zuletzt abgerufen am 20.03.2024

<sup>27</sup> *“Fitch assigns European integrated groups the lowest of the infrastructure manager side's Standalone Credit Profile (SCP) and the competitive activities' side's SCP in order to capture the*

### **II.3.2.2.1.4.2.2.3 Erschütterung mit Blick auf den Umgang mit dem Staatsrückhalt der Beschwerdegegnerin zu 1)**

Die Ausführungen der Betroffenen betreffend die mangelnde Berücksichtigung des Staatsrückhalts im Fall der Beschwerdegegnerin zu 1) sind zwar dem Grunde nach geeignet, die Ergebnisse des Sachverständigengutachtens in Frage zu stellen. Dies wirkt sich jedoch vorliegend – wie unter II.3.2.2.1.4.2.4.2 Abschnitt (3) ausgeführt werden wird – nicht entscheidend aus.

Zwar verhält sich der allein im Schreiben der Betroffenen vom 27.02.2023 vorgetragene Einwand, die Eigentümerschaft des Bundes sei – wie in anderen vergleichbaren Fällen, namentlich dem der Deutsche Post AG – auch im Fall der Beschwerdegegnerin zu 1) positiv zu berücksichtigen, zunächst widersprüchlich zu den im Privatgutachten selbst getroffenen Annahmen, wonach der Umstand des Staatsrückhalts allein bei den Infrastrukturgesellschaften Anwendung, nicht jedoch bei den Konzern-EVU, für die das Stand-Alone-Rating des Konzerns – ohne Berücksichtigung der Staatsnähe – zum Tragen komme,

vgl. Privatgutachten, S. 6, 10, 22.

Jedoch muss sich das Sachverständigengutachten entgegenhalten lassen, dass es – obgleich es für die Beschwerdegegnerin zu 1) einen zumindest moderaten, wenn nicht gar starken Staatsrückhalt ermittelt – im Ergebnis ohne eine tiefergehende Begründung keine Effekte aus dieser Einschätzung ableitet. So heißt es zur Begründung der Nichtberücksichtigung:

*„Moody's gibt keine Regel vor, wie die Kriterien „Dependence“ und „Support“ bei der Anpassung des Ratings zu berücksichtigen sind. Aus gutachterlicher Sicht ist es vertretbar, ebenso wie bei DB Regio AG und DB Cargo AG auch bei der DB Fernverkehr und beim entflochtenen Konzern von einer Höherstufung aufgrund von Staatsnähe abzusehen. Im Rahmen der Prüfung der Marktüblichkeit für eine rechtliche Klärung wäre eine Berücksichtigung der Erwartung beihilferechtlich grenzwertiger Staatsinterventionen auch nicht unproblematisch. In jedem Fall ist man an einer Bewertung ohne solche Effekte interessiert.“*

(Sachverständigengutachten, S. 47)

Diese Begründung, die maßgeblich darauf abstellt, dass vor dem Hintergrund beihilferechtlicher Erwägungen ein *Interesse* an einer Bewertung ohne den Staatsrückhalt – namentlich auch in solchen Fällen, in denen die Auswertung nach den Regeln von Moody's einen solchen nahelegt – bestünde, wird durch den Vortrag der Betroffenen hinreichend in Frage gestellt.

Dem Einwand der Betroffenen steht auch nicht der Vortrag der Beschwerdeführerin entgegen, wonach gemäß § 8d Abs. 5 ERegG i. V. m. der Vorgabe zur Vermögenstrennung nach § 5 Satz 2 ERegG bei der Ermittlung des individuellen Risikoprofils von EVU neben dem Einfluss konzerninterner Infrastrukturunternehmen auch der Einfluss der Staatsnähe eliminiert werden müsse. Die Beschlusskammer hat bereits im Rahmen des Beweisbeschlusses vom

---

*European ban on cross-subsidising the two sides of their businesses. DB's 'bbb+' SCP reflects the weaker SCP of its competitive activities characterised by 'Midrange' Revenue Defensibility and Operating Risks assessment along with a 'net debt-to-EBITDA' ratio expected to be close to 4x in our rating case scenario. The SCP of the infrastructure manager is in the 'a' category. Applying the weakest link approach, we have revised the SCP to 'bbb+' from 'a-'."*

15.07.2022 (vgl. dort S. 23) deutlich gemacht, dass diese Regelung nicht *per se* die Gewährung öffentlicher Mittel bzw. die potentiellen Auswirkungen einer derartigen Gewährung auf das individuelle Risikoprofil verbietet bzw. zu verhindern sucht, sondern eine Transparenzanforderung aufstellt, um ggf. im Einzelfall als verbotene Übertragung zu qualifizierende Transaktionen zu identifizieren,

vgl. EuGH, Urteil vom 28.06.2017, C-482/14, Rn. 65 (juris).

Die Beschlusskammer hat zudem ebenfalls bereits im Beweisbeschluss betont, dass der Einfluss der Staatsnähe differenziert und auch anhand der Bedeutung des Art. 87e GG zu betrachten ist. Eine derart differenzierte Betrachtung ist zwar bei Betrachtung der Tabelle 12 des Sachverständigengutachtens in Verbindung mit der zugehörigen Begründung zu erkennen – nicht jedoch, wenn es um die oben zitierte Begründung der gänzlichen Nichtberücksichtigung eines Staatsrückhalts geht. Auf diese Thematik wird II.3.2.2.1.4.2.4.2 Abschnitt (3) zurückzukommen sein.

#### **II.3.2.2.1.4.2.3 Keine Erschütterung hinsichtlich des BCA der Beschwerdegegnerin zu 3)**

Der Vortrag der Betroffenen ist nicht geeignet, das im Sachverständigengutachten ermittelte BCA der Beschwerdegegnerin zu 3) in Frage zu stellen.

Jenseits der Anwendung der im Rahmen des Sachverständigengutachtens verwendeten Methodik (hierzu bereits weiter oben unter II.3.2.2.1.4.2.1) ist auch die speziellere Kritik bezogen auf die Ermittlung des BCA der Beschwerdegegnerin zu 3) nicht geeignet, Zweifel an dem Ergebnis der Sachverhaltsermittlung zu wecken.

Die Kritik der Betroffenen bezieht sich in erster Linie auf eine aus ihrer Sicht unzutreffende Berücksichtigung subjektiv ermittelter und in ihrer Adjustierung nicht nachvollziehbarer Kennzahlen (hierzu unter II.3.2.2.1.4.2.3.1) und hierbei insbesondere auf eine aus ihrer Sicht fehlende Berücksichtigung von veränderten – positiveren – Planzahlen für den Prognosezeitraum und damit zusammenhängender Erwartungen an ein besseres EBITDA (hierzu unter II.3.2.2.1.4.2.3.2).

##### **II.3.2.2.1.4.2.3.1 Ermittlung und Adjustierung von Kennzahlen**

Die eher allgemein gehaltene Kritik der Betroffenen, die Ermittlung der für die Raterstellung der Beschwerdegegnerin zu 3) verwendeten Kennzahlen sei nicht nachvollziehbar, ist nicht geeignet, Zweifel an dem im Sachverständigengutachten ermittelten BCA zu wecken.

Die Herleitung der im Rahmen des Sachverständigengutachtens ermittelten bzw. adjustierten Kennzahlen ist aus dem Abschnitt 3.6 des Sachverständigengutachtens ersichtlich. Danach sollen die verwendeten Kennzahlen möglichst exakt an der von Moody's verwendeten Methodik ausgerichtet werden. Das Sachverständigengutachten nimmt daher an drei Stellen bei den Kennzahlen Adjustierungen vor, sofern „*ersichtliche und erhebliche Abweichungen*“ zu den von den Betroffenen gelieferten Daten bestehen:

- außerordentliche Aufwendungen und Erträge
- operativer Cashflow
- „Funds from Operations“

Hinsichtlich der von Seiten der Betroffenen gemeldeten außergewöhnlichen Aufwendungen und Erträge ist zunächst zu konstatieren, dass das Sachverständigengutachten die Relevanz

bei den DB-Tochtergesellschaften – darunter die Beschwerdegegnerin zu 3) – derart gering einschätzt, dass diese die Ratings nicht beeinflussen und daher Verwendung finden können,

vgl. Sachverständigengutachten, S. 49.

Auch mit Blick auf die Herleitung der nicht in den Jahresabschlüssen der DB-Unternehmen enthaltenen Kennzahl „Funds from Operations“ greift das Sachverständigengutachten für die Konzerngesellschaften, darunter die Beschwerdegegnerin zu 3), auf die übermittelten Jahresabschlüsse zurück, um eine ungerechtfertigte „negative“ Beeinflussung des Ratings zu vermeiden,

vgl. Sachverständigengutachten, S. 51.

Damit ist lediglich im Bereich operativer Cashflow eine Adjustierung festzustellen, die aber im Kern der Vermeidung einer doppelten Berücksichtigung bestimmter Kennzahlen dient. Worin genau die fehlende Nachvollziehbarkeit hierbei liegen soll, haben die Betroffenen nicht erläutert. Auch ist sonst nicht ersichtlich, inwieweit Zweifel an einer derartigen Adjustierung angebracht werden könnten.

#### **II.3.2.2.1.4.2.3.2 Im Speziellen: Berücksichtigung von Prognosedaten**

Auch die im Besonderen betonte Kritik der Betroffenen an einer fehlenden Verwendung aktualisierter Planzahlen für die mögliche Anpassung des BCA der Beschwerdegegnerin zu 3) greift nicht durch.

Dabei ist zunächst dem Einwand der Betroffenen zu begegnen, die Sachverständige habe keine Planzahlen bei den Betroffenen abgefragt. Im Rahmen einer am 15.08.2022 bei der Beschlusskammer eingegangenen und im Folgenden an die Betroffenen weitergeleiteten E-Mail bat die Sachverständige u. a. um Übermittlung „*aller quantitativen Planzahlen der Konzerneinheiten[...], da zur Berechnung des Ratings ggf. mittelfristige Planzahlen der DB verwendet werden können*“,

vgl. E-Mail von [REDACTED], 15.08.2022, S. 2

Zur Konkretisierung führte die Sachverständige aus, dass Planzahlen aus den Jahren 2014 bis 2022 zu übermitteln seien, wobei deren „*Planungshorizont [...] wenn möglich die nächsten 3 Geschäftsjahre umfassen [sollte], d. h. z.B. die Planzahlen aus dem Jahr 2020 sollten, wenn möglich die Jahre 2021, 2022 und 2023 umfassen*“. Daneben forderte die Sachverständige die Betroffenen auch dazu auf, bei unterjährigen Anpassung die Planzahlen dieses Jahres bereitzustellen,

vgl. E-Mail von [REDACTED], 15.08.2022, S. 2

In ihrer Antwort-E-Mail vom 24.08.2022 meldeten die Betroffenen zurück, in einer anliegenden Excel-Tabelle die Planzahlen zur Tilgungsdeckung der letzten Jahre auf Geschäftsfeldebene (z. B. auf Ebene der Beschwerdegegnerin zu 3) angegeben zu haben. In diesem Zusammenhang führten die Betroffenen zudem u. a. wie folgt aus:

„*Uns ist in diesem Zusammenhang unklar, welche Relevanz alte Planungen für eine Bonitätsprüfung haben.* [REDACTED]

*Interesse gibt es in der Regel nur für historische IST-Werte (3 Jahre) und Aussagen zum aktuellen Geschäftsjahr.“*

vgl. E-Mail von [REDACTED], 24.08.2022, S. 3.

Insofern ist nicht nachvollziehbar, weshalb die Betroffenen monieren, dass eine Abfrage von Planzahlen nicht stattgefunden habe.

Sofern der Vortrag der Betroffenen zudem dahin zu lesen wäre, dass diese allein hinterfragt, weshalb keine „aktualisierten“ Planzahlen abgefragt wurden, sondern lediglich historische Planzahlen, so ist dieser Vortrag ebenfalls nicht geeignet, Zweifel an den Ausführungen im Sachverständigengutachten in Bezug auf das hier zu betrachtende Darlehensverhältnis zu wecken. Denn die hierfür im Rahmen des Sachverständigengutachten gegebene Erklärung fügt sich ein in die Anforderungen an eine Ermittlung fremdvergleichskonformer Preise. Präziser gesprochen kann die Ermittlung des individuellen Risikoprofils bezogen auf einen bestimmten Zeitpunkt nur dann zutreffend sein, wenn die Erwartungen an die geschäftlichen Entwicklungen *konkret zu diesem Zeitpunkt* bestmöglich ermittelt werden. Denn lediglich in diesem Fall bildet das Rating dasjenige Risikoprofil ab, dass ein Dritter zum Zeitpunkt der Darlehensvergabe bzw. der Darlehensauszahlung ermitteln konnte,

vgl. zur Bedeutung des Zeitpunkts bei der Frage des Fremdvergleichs und zur Berücksichtigung zeitpunktbezogener Umstände in einem umgekehrten Fall etwa auch anschaulich: FG Düsseldorf, Urteil vom 09.10.2018, Az. 6 K 3502/13 K,F, Rn. 30 (juris): *„Daher hätte ein Dritter für seine Kreditentscheidung gerade auf die Datenlage zum Zeitpunkt der Darlehensgewährung in 2005 bzw. 2006, aber nicht auf den 31.12.2007 abgestellt. Insbesondere hätten die 2005 anstehenden und noch nicht abgeschlossenen Umstrukturierungen und andere Maßnahmen, aber auch die Tatsache, dass zum Zeitpunkt der Darlehensgewährung – wie die Klägerin dargelegt hat - lediglich Daten aus den Rumpfgeschäftsjahren 2005 und 2006, die zudem von einmaligen Sondereffekte beeinflusst waren, zur Verfügung standen, Einfluss auf die Kreditentscheidung des hypothetischen Dritten gehabt. Diese Faktoren sind in dem von der Klägerin vorgelegten Drittvergleich jedoch nicht berücksichtigt, weil dieser auf den Daten des Geschäftsjahres 2007 beruht.“*

Oder in den Worten des Sachverständigengutachtens:

*„Kreditratings stellen Einschätzungen über die Rückzahlungs- bzw. Kreditausfallwahrscheinlichkeit von Schuldnern dar und sind deshalb immer zukunftsbezogen. Bei der jeweiligen **ex-ante-Betrachtung** soll daher ermittelt werden, welche Erwartungen ein Gläubiger bei der Vergabe eines Darlehens über die zukünftige Geschäftsentwicklung **vermutlich hatte**, da von dieser die Wahrscheinlichkeit einer vollständigen und fristgerechten Rückzahlung abhängt.*

*Moody's verwendet im Ratingprozess für die Abbildung der mittelfristigen Geschäftsentwicklung für gewöhnlich die aktuellsten vorliegenden Geschäftszahlen des Unternehmens, um auf dieser Basis das Scorecard-indizierte Rating zu ermitteln. Dieses entspricht dann für gewöhnlich dem Basiskreditrating (BCA) des Unternehmens. In Fällen, in denen die aktuellen Geschäftszahlen die mittelfristigen Erwartungen nicht adäquat widerspiegeln (z.B. aufgrund einer allgemeinen Wirtschaftskrise), werden nach Aussage von Ratingagenturen alternative Prognosen*

*für die Geschäftsentwicklung der nächsten zwei bis drei Jahre erstellt, um die tatsächlichen Kreditrisiken des Unternehmens besser abzubilden“;*

Sachverständigengutachten, S. 31, Hervorhebungen nur hier.

#### **II.3.2.2.1.4.2.4 Keine Erschütterung hinsichtlich des Emittentenratings der Beschwerdegegnerin zu 3)**

Der Vortrag der Betroffenen ist – auch unter Berücksichtigung der nachvollziehbaren Kritik an der fehlenden Berücksichtigung der Staatsnähe im Fall der Beschwerdegegnerin zu 1) – nicht geeignet, das im Sachverständigengutachten ermittelte Emittentenrating der Beschwerdegegnerin zu 3) (Note **B2 bis B3**) in Frage zu stellen. Der Vortrag der Betroffenen beruht auf einer aus Sicht der Beschlusskammer überzogenen Berücksichtigung des zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) bestehenden EAV (hierzu unter II.3.2.2.1.4.2.4.1). Zudem vermag auch die sonstige Kritik der Betroffenen bezogen auf die Bewertung des Konzernrückhalts die Ergebnisse des Sachverständigengutachtens nicht in Zweifel zu ziehen (hierzu unter II.3.2.2.1.4.2.4.2).

##### **II.3.2.2.1.4.2.4.1 Unzutreffende Bewertung von EAV**

Der Vortrag der Betroffenen ist im hier zu bewertenden Fall – also bezogen auf das von der Beschwerdegegnerin zu 1) an die Beschwerdegegnerin zu 3) am [REDACTED] 2020 ausgezahlte Darlehen – nicht geeignet, die Annahmen des Sachverständigengutachtens in Frage zu stellen. Dies liegt insbesondere darin begründet, dass die eigenen Annahmen der Betroffenen zur Ermittlung des von ihr angenommenen Ratings (hierzu unter (1)) im Ergebnis nicht nachvollziehbar sind (hierzu unter (2)).

##### **(1) Nähere Darlegung der Annahmen der Betroffenen**

Die Betroffenen stellen im Rahmen der Ermittlung des Schattenratings der Konzern-EVU, also auch im Fall der Beschwerdegegnerin zu 3), maßgeblich auf den EAV ab. Die Berücksichtigung des EAV führt im Rahmen des Privatgutachtens letztlich jeweils zu einer Anhebung des Ratings auf das – seinerseits von den Betroffenen methodisch nicht korrekt ermittelte (hierzu unter II.3.2.2.1.4.2.2.2) – BCA der Beschwerdegegnerin zu 1).

Die Ermittlung des Emittentenratings (ICR) verläuft aus Sicht der Privatgutachter grds. vierstufig. Während in einem ersten Schritt das jeweilige BCA mittels RiskCalc ermittelt wird, folgen in drei weiteren Schritten die Betrachtung der Staatsnähe, die Betrachtung der Konzernintegration und die Betrachtung weiterer (qualitativer) Aspekte, die zu einer Anhebung des Ratings führen könnten. Für die Ermittlung der Konzernintegration greifen die Privatgutachter auf die entsprechende Richtlinie der Ratingagentur S&P (2013) zurück.<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> Die seitens des Privatgutachters verwendete Richtlinie aus dem Jahr 2013 (abrufbar unter: <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/8336067>; zuletzt abgerufen am: 21.03.2024).

Nach dieser Richtlinie findet die Bewertung der Konzernintegration („*assess group status of group members*“) anhand eines festgelegten Schemas statt, welches die Bedeutung verschiedener Gesellschaften für einem bestimmten Konzern anhand der Einstufung „*core*“, „*highly strategic*“, „*strategically important*“, „*moderately strategic*“ und „*nonstrategic*“ bewertet,

vgl. S&P, General Criteria: Group Rating Methodology, 2013, Rn. 13, abrufbar unter: <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/8336067>; zuletzt abgerufen am 20.03.2024.

Das Privatgutachten kommt zu dem Schluss, dass sämtlichen Konzern-EVU, darunter der Betroffenen zu 1), entweder das Attribut „*core*“ oder – im Fall der Beschwerdegegnerin zu 3) – das Attribut „*strategically important*“<sup>29</sup> zugeschrieben werden müsse. Die beiden Status werden im Privatgutachten anhand des nachfolgend dargestellten Bewertungsmaßstabes und der zugrundeliegenden Kriterien von S&P bewertet.

Einstufung	Maßstab	Rating
Core	Integral to the group's current identity and future strategy. The rest of the group is likely to support these entities under any foreseeable circumstances.	Generally at GCP
highly strategic	Almost integral to the group's current identity and future strategy. The rest of the group is likely to support these subsidiaries under almost all foreseeable circumstances.	Generally one notch below GCP
strategially important	Less integral to the group than highly strategic subsidiaries. The rest of the group is likely to provide additional liquidity, capital, or risk transfer in most foreseeable circumstances. However, some factors raise doubts about the extent of group support.	Generally three notches above SACP
moderately strategic	Not important enough to warrant additional liquidity, capital, or risk transfer support from the rest of the group in some foreseeable circumstances. Nevertheless, there is potential for some support from the group.	Generally one notch above SACP
nonstrategic	No strategic importance to the group. These subsidiaries could be sold in the near to medium term.	Generally at SACP

**Tabelle 12 - Einstufungen von Gruppenstatus nach Methodik von S&P (Quelle: S&P; Darstellung: BNetzA)**

Die Berücksichtigung des EAV wiederum finde laut Privatgutachten nicht auf Ebene der Ermittlung der Konzernintegration, sondern bei der Betrachtung weiterer (qualitativer) Aspekte statt. Zur Berücksichtigung des EAV bei der Bewertung eines von der Betrachtung der Konzernintegration gelösten Kriteriums heißt es im Privatgutachten auszugsweise:

*„Zusätzlich zu den quantitativen Ratingansätzen sowie den Richtlinien von Ratingagenturen zur Beurteilung der Staatsnähe oder des Konzernrückhalts muss geprüft werden, ob weitere qualitative oder rechtliche Aspekte Einfluss auf die Kreditwürdigkeit von Konzerngesellschaften haben. Die genannten Richtlinien der Ratingagenturen sind nicht spezifisch auf den deutschen Rechtsraum zugeschnitten und erfassen daher möglicherweise nicht alle Kriterien, die für die Beurteilung der Kreditwürdigkeit maßgeblich sind.“*

<sup>29</sup> **Beachte:** Das Privatgutachten spricht auf S. 32 von einer Einordnung der Beschwerdegegnerin zu 3) als „*highly strategic*“. Sowohl die Ausführungen in den darauf folgenden Absätzen, als auch die Bewertung nach der Anlage A.8 zum Privatgutachten (S. 60) stellen jedoch klar, dass eine Bewertung als „*strategically important*“ vorgenommen wurde. Insbesondere ergibt der vorgenommene *Up-lift* des Ratings von [2] auf [2] nur dann Sinn, wenn eine Einstufung als *strategically important* vorgenommen wurde („*three notches above SACP*“ = [2] auf [2]).

*Relevante Maßnahmen zur Erhöhung der Kreditwürdigkeit sind beispielsweise Garantien oder Bürgschaften der Konzernmutter, harte Patronatserklärungen oder Ergebnis- oder Gewinnabführungsverträge. Da im vorliegenden Fall letztere bestehen, wird lediglich auf EAVs eingegangen.*

*[...]*

*Ein EAV mit einer finanzstarken Muttergesellschaft kann [...] erhebliche positive Implikationen auf die angenommene Kreditwürdigkeit der Tochtergesellschaft haben. Da die Muttergesellschaft jeden Verlust ausgleichen muss, kann davon ausgegangen werden, dass ein EAV die Kreditwürdigkeit der Tochtergesellschaft auf die Kreditwürdigkeit der Muttergesellschaft anhebt.“*

(Privatgutachten, S. 19 f.)

Hinsichtlich der Bedeutung des EAV für die Bonität der konzernverbundenen EVU heißt es im Privatgutachten zudem (auszugsweise):

*„Die bestehenden EAVs mit der Konzernmutter sind grundsätzlich ausreichend, um die Bonität der betrachteten EVUs dem Stand-alone-Rating der DB AG gleichzusetzen. Die EAVs bewirken eine Verlustübernahme durch die Konzernmutter, so dass das Kreditausfallrisiko der EVU mit der der Konzernmutter gleichzusetzen ist. [...]. Ein EAV ist insoweit eine – im argumentationslogischen Sinne – hinreichende Bedingung, um das Rating der verlustübernehmenden Gesellschaft anzuwenden, und keine bloße Indikation. Eine Prüfung weiterer Aspekte ist daher nicht notwendig, wird jedoch nachfolgend aus Gründen der Transparenz dennoch durchgeführt [gemeint ist hierbei eine Plausibilisierung mittels eines sog. „Bottom-Up-Ansatzes“, der die Ratingsaspekte der Konzernintegration und der Berücksichtigung des EAV Schritt für Schritt nachvollziehen soll].“*

(Privatgutachten, S. 29 f.)

Aus Sicht der Betroffenen bzw. des Privatgutachters ist somit das Rating einer jeden Tochtergesellschaft in letzter Instanz durch dasjenige der Muttergesellschaft (hier der Beschwerdegegnerin zu 1)) ersetzbar, da durch diese im Wege des EAV eine umfangreiche Verlustübernahme erklärt würde. Auch unter Berücksichtigung anderer Prüfkriterien führt danach die finale Anwendung des EAV zu einer Anhebung auf das BCA der Beschwerdegegnerin zu 1), sofern eine solche Anhebung nicht aufgrund anderer Umstände bereits entbehrlich ist.

Im Fall der Betroffenen zu 1) etwa bleibt die Anwendung des Kriteriums „EAV“ laut Privatgutachten ohne Einfluss, da diese bereits als „core“-Gesellschaft auf das Rating-Niveau der Beschwerdegegnerin zu 1) gehoben werde,

vgl. Privatgutachten, S. 32, wobei rein deklaratorisch in Anlage A.9 eine den EAV berücksichtigende Darstellung vorgenommen wird.

Bei der Beschwerdegegnerin zu 3) hingegen wird der EAV ergänzend zur Konzernintegration berücksichtigt, wodurch das BCA von [REDACTED] [REDACTED] unter Berücksichtigung der Corona Pandemie)

zunächst auf [REDACTED]<sup>30</sup> | [REDACTED]) und schließlich auf **A3** (EAV | [REDACTED]) angehoben wird,

vgl. Privatgutachten, S. 32 f., unter Hinweis auf Einsichtnahme in externe Leasingvereinbarungen der Beschwerdegegnerin zu 3).

## **(2) Methodische Fehlerhaftigkeit dieser Vorgehensweise**

Die Annahme der Betroffenen, wonach ein EAV automatisch eine Rating-Substitution auslöse, ist nicht nachvollziehbar. Zunächst stößt bereits die privatgutachterlich gestützte Annahme, EAVs seien über den Umstand der Konzernintegration hinaus als weiterer qualitativer Effekt berücksichtigungsfähig, auf erhebliche Bedenken (hierzu unter (a)). Jedenfalls ist jedoch die Bewertung des Gewichts der entsprechenden EAVe durch die Betroffenen im Ergebnis nicht nachvollziehbar und daher zur Widerlegung des Ergebnisses des Sachverständigengutachtens nicht geeignet (hierzu unter (b))

### **(a) Methodisch zweifelhafte Berücksichtigung von EAV zusätzlich zur Konzernintegration**

Jenseits der Frage danach, wie stark der Einfluss eines EAV ausfallen kann, ist bereits die Benennung des EAV als zusätzliches qualitatives Element für eine über den Umstand der Konzernintegration hinausgehende Anhebung des Ratings von Tochtergesellschaften (also das „Ob“) methodisch zweifelhaft. Die Bedenken an einer solchen Vorgehensweise beruhen im Wesentlichen auf einem Vergleich zwischen dem Privatgutachten und den diesem Privatgutachten zugrundeliegenden Richtlinien von S&P und werden zudem vom Sachverständigengutachten bzw. durch den Rückgriff auf real existierende Ratingberichte gestützt.

Der Ratingmethodik von S&P sind qualitative Elemente, die jenseits einer Konzernintegration zu einer Anhebung eines SACP führen können, grundsätzlich nicht unbekannt. Die auch seitens der Privatgutachter herangezogene Richtlinie aus dem Jahr 2013 ermöglicht es grundsätzlich, das SACP vor allem durch drei verschiedene Aspekte anzuheben:

- Konzernintegration („Assign a potential ICR based on group rating methodology“)
- Staatsrückhalt („Assign a potential ICR based on government-support criteria“)
- Garantie („Assign a potential ICR, based on a credit-substitution guarantee“),

vgl. Schema in: S&P, General Criteria: Group Rating Methodology, 2013, Rn. 13<sup>31</sup>,

wobei stets von all diesen Kriterien das höchste für die Anhebung herangezogen wird („Take the highest of the four<sup>32</sup> potential ICRs from steps 5a, 5b, or 5c, or from applying ALAC criteria“),

---

<sup>30</sup> vgl. bereits FN. 29.

<sup>31</sup> In der Fassung aus 2013 und etwas deutlicher in der aktualisierten Fassung der Richtlinie aus dem Jahr 2019 (zuletzt aktualisiert am 01.11.2022) wird neben „Group“, „Government“, und „Guarantee“ ergänzend das Kriterium „ALAC“ (= „Additional loss-absorbing capacity“) benannt. In der Definition zu diesem Kriterium (in der RL aus dem Jahr 2019) unter Rn. 81 heißt es: „These are securities issued by certain prudentially regulated entities (see Related Criteria) that can absorb losses at or near non-viability—for example, in the event of a bank resolution, in a way that reduces the risk of the bank defaulting, according to our definitions, on its senior unsecured obligations.“

<sup>32</sup> vgl. vorausgehende FN.

vgl. S&P, General Criteria: Group Rating Methodology, 2013, Rn. 13 sowie aktualisiert: S&P, General Criteria: Group Rating Methodology, 2019, Rn. 9.

Aus der neu aufgelegten Richtlinie aus dem Jahr 2019 wird insofern zusätzlich und zudem im Einklang mit dem Bestreben der gesamten Richtlinie,

vgl. Fassung v. 2013, Rn. 11: „*The group rating methodology explains how our assessment of likely extraordinary group support (or conversely, negative group intervention) factors into the ICR on an entity that is a member of a group.*“,

deutlich, dass alle vier Kriterien (Group, Government, ALAC und Garantie) letztlich Teil ein und derselben Evaluierung außergewöhnlicher Unterstützung (*“Potential sources of extraordinary support”*) sind,

vgl. S&P, General Criteria: Group Rating Methodology, 2019, Rn. 9: *“Assign potential ICR to group members based on highest source of extraordinary support”*), abrufbar unter: <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/10999747>; zuletzt abgerufen am 20.03.2024.

Mit Blick auf die Frage nach dem Verhältnis zwischen dem Kriterium des Konzernrückhalts und dem Kriterium der Garantie führt S&P in seiner Richtlinie betreffend Garantien zudem klarstellend an, dass die Kriterien „Garantie“ und „Konzernrückhalt“ üblicherweise nicht kumulativ angewandt werden. So habe mit Blick auf sog. „intragroup guarantees“ etwa bei einer als „core“ bewerteten Gesellschaft die Garantie nicht ergänzendes Gewicht,

vgl. S&P, General Criteria: Guarantee Criteria, 2016, Appendix:Criteria Questions And Answers, Nr. 3, abrufbar unter: <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/9779138>; zuletzt abgerufen am 20.03.2024.

Der Konzernrückhalt beschreibt lediglich den rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmen der Unternehmensverflechtung. Der Konzernrückhalt stellt damit keine eigenständige rechtlich durchsetzbare Sicherheit dar und ist auch nicht stellvertretend hierfür heranzuziehen. Dem Konzernrückhalt kommt jedoch bei der Bemessung der subjektiven Ausfallwahrscheinlichkeit des Darlehensnehmers Bedeutung zu, und er wirkt sich damit de facto auf dessen Bonität aus,

vgl. OECD (2022), Rn. 3.126.

Eine – ebenfalls im Rahmen des Sachverständigengutachtens vorgenommene – Untersuchung verfügbarer Ratingberichte mit Hinweis auf die Existenz eines EAV (im Englischen auch: „*profi-and-loss-transfer-agreement*“ oder „*PLTA*“ genannt),

vgl. Sachverständigengutachten, S. 40 ff.,

legt dementsprechend nahe, den EAV als Teil des Konzernrückhalts mit in die Bewertung einzubeziehen. So wird etwa im Fall der DZ Hyp Bank unter Hinweis (auch) auf den EAV das Issuer Credit Profile aus dem SACP in Verbindung mit dem Kriterium „Group support“ und nicht etwa über das ebenfalls im entsprechenden Ratingbericht aufgelistete Kriterium „*additional factors*“ bewertet. Die dort dargestellte Anhebung des SACP um fünf Notches geht als einziger Faktor in die Bewertung des übergeordneten Kriteriums „Support“ (in anderen Worten: Unterstützungsmaßnahmen) ein,

vgl. S&P, Genossenschaftliche Finanzgruppe, Rating Update, 14.12.2022, S. 4 bis 6, abrufbar unter: [https://www.dzbank.de/content/dam/dzbank/dokumente/de/dzbank/investor\\_relations/ratings/SuP\\_Ratings%20Direct\\_GFG.pdf](https://www.dzbank.de/content/dam/dzbank/dokumente/de/dzbank/investor_relations/ratings/SuP_Ratings%20Direct_GFG.pdf); zuletzt abgerufen am 20.03.2024.

Aufgrund dessen erscheint es methodisch – auch und gerade vor dem Hintergrund der vom Privatgutachter angewandten Kriterien von S&P – sehr zweifelhaft, dass eine Verbindung über den EAV, welche sich letztlich als eine Facette einer möglicherweise außergewöhnlichen Unterstützungsleistung darstellen dürfte, zusätzlich und nicht schlicht neben oder innerhalb des Kriteriums Konzernrückhalt zu prüfen wäre. Jedenfalls die im Privatgutachten getroffenen – und ohne näheren Beleg gebliebenen – Aussagen, wonach insb. die *„genannten Richtlinien der Ratingagenturen [...] nicht spezifisch auf den deutschen Rechtsraum zugeschnitten [seien] und [...] damit möglicherweise nicht alle Kriterien, die für die Beurteilung der Kreditwürdigkeit maßgeblich [seien, erfassten]“*, wobei als relevante Maßnahmen zur Erhöhung dieser Kreditmaßnahmen vom Privatgutachter *„Garantien oder Bürgschaften der Konzernmutter, harte Patronatserklärungen oder Ergebnis- oder Gewinnabführungsverträge“* benannt werden,

vgl. Parteigutachten, S. 19 sowie S. 32.

überzeugen die Beschlusskammer nicht. Eine derartige Annahme dürfte, sofern sie sich auf eine vermeintliche Unvollständigkeit der Richtlinien der Ratingagenturen bezieht, bereits dem Grundverständnis einer Ratingagentur von einer tauglichen Ermittlung der Kreditwürdigkeit widersprechen. Sie ist darüber hinaus aber – sowohl mit Blick auf Garantiebeziehungen als auch mit Blick auf EAV – auch objektiv unzutreffend. Daneben belegen die Ausführungen der Privatgutachter in Anhang A.8 zum Privatgutachten, dass der Aspekt des EAV – mehrmals – bereits bei Bewertung des Kriteriums der Gruppenzugehörigkeit, namentlich bei den Subkriterien „Grad des Engagements des Managements der Gruppe“ und „Wird wahrscheinlich im Falle von Schwierigkeiten finanzielle Unterstützung der Gruppe erhalten“ berücksichtigt wurde, was eine nicht nachvollziehbare doppelte Berücksichtigung nahelegt,

vgl. Privatgutachten, S. 60.

Anzuerkennen bleibt trotz der methodischen Zweifel am Vorgehen der Betroffenen jedoch, dass EAV einen Einfluss auf die Ratingbewertung haben können. Das ist letztlich aber unstrittig und im Gutachten der Sachverständigen berücksichtigt.

#### **(b) Unzulässige (automatische) Anhebung auf das Rating der Beschwerdegegnerin zu 1)**

Jenseits der Frage danach, unter welchem Kriterium der Teilaspekt EAV im Rahmen der Ratingermittlung zu berücksichtigen wäre, kann auch seine letzte Berücksichtigung nicht dazu führen, dass reflexhaft eine Anhebung des Ratings der Tochtergesellschaft auf das Rating der Beschwerdegegnerin zu 1) stattfindet. Vielmehr erfordert eine das individuelle Risikoprofil des betreffenden Unternehmens zutreffend evaluierende Untersuchung von konzernimmanenten Unterstützungsmaßnahmen eine präzise Auseinandersetzung mit den möglichen Wirkungen eines EAV betreffend ein bestimmtes Schuldverhältnis (Darlehen / Cash-Pool). Vorliegend kommt dem jeweiligen EAV nicht die Qualität einer echten Garantie zu. Auch eine Berücksichtigung im Rahmen der Bewertung des Konzernrückhalts (im Übrigen) führt nicht zu einer reflexhaften Anhebung auf das Rating der Beschwerdegegnerin zu 1).

**(i) Keine reflexhafte Angleichung von Ratings durch Betrachtung des EAV als Garantie**

Der EAV stellt allenfalls für den Bereich der Cash-Pool-Beziehungen, nicht aber in Bezug auf die verfahrensgegenständlichen Darlehensbeziehungen eine Garantie im Sinne der Bewertung von Unterstützungsmaßnahmen („extraordinary support“) dar.

Insofern ist eingangs darauf hinzuweisen, dass auch die Betroffenen bzw. die Privatgutachter dem EAV nicht unmittelbar bzw. explizit die Qualität einer Garantie zusprechen. Jedoch weist die Annahme der Betroffenen, der EAV könne das SACP/BCA des jeweiligen Tochterunternehmens durch dasjenige der Beschwerdegegnerin zu 1) substituieren, starke Bezüge zu den potentiellen Effekten einer Garantie (Ratingsubstitution) auf, deren Voraussetzungen nach den Methoden der Ratingagenturen jedoch zumindest in Bezug auf das verfahrensgegenständliche Darlehen der Beschwerdegegnerin zu 3) nicht – bzw. nicht in einem zur Ratingsubstitution führenden Umfang – vorliegen.

Die Kritik der Betroffenen ist dabei nicht geeignet, die Ergebnisse des Sachverständigengutachtens stichhaltig in Frage zu stellen.

Die nach dem Sachverständigengutachten zur Anwendung gelangende Methodik von Moody's unterscheidet grds. zwischen expliziten und impliziten Unterstützungsmaßnahmen im Konzern,

vgl. zu dieser grundsätzlichen Spannweite von Unterstützungsmaßnahmen im Konzern ebenfalls: OECD, Verrechnungspreisleitlinien (2022), Rn. 10.155: *„Zwischen Unternehmen [...] gibt es verschiedene Formen der Unterstützung bei Krediten, für die verschiedene Begriffe gebräuchlich sind. Am einen Ende des Spektrums steht die formelle schriftliche Bürgschaft, am anderen Ende der implizite Rückhalt, der sich allein aus der Zugehörigkeit zum Konzern ergibt.“*

wobei explizite Unterstützungsmaßnahmen – wie Garantien – zu einer Ratingsubstitution führen können, wenn sie verschiedene Voraussetzungen erfüllen. Diese sind:

- Vollständigkeit: Durch die Garantie muss der gesamte Darlehensbetrag inklusive aller Zinszahlungen abgedeckt sein.
- Rechtliche Durchsetzbarkeit: Die Zahlungsansprüche gegen den Garantiegeber müssen rechtlich durchsetzbar sein.
- Gültigkeit: Die Garantie muss rechtsgültig sein, d.h. einen legalen Anspruch zum fristgerechten Schuldendienst gegen den Garantiegeber für den Kreditgeber begründen.
- Bedingungslosigkeit: Die Garantie bzw. die Verpflichtung zum Schuldendienst muss bedingungslos sein, d.h. es dürfen keine Regelungen existieren, die den Garantiegeber von der Verpflichtung zum Schuldendienst entbinden können.
- Unwiderruflichkeit: Die Garantie bzw. die Verpflichtung zum Schuldendienst muss unwiderruflich sein, d.h. der Garantiegeber darf nicht ohne Zustimmung der Kreditgeber die Garantie aufkündigen können,

vgl. Sachverständigengutachten, S. 34 f.

Mit Blick auf die verfahrensgegenständlichen Darlehen, darunter das Darlehen der Beschwerdegegnerin zu 3), kommt das Sachverständigengutachten zu dem Schluss, dass es an der Voraussetzung der „Vollständigkeit“ fehlt. Hierzu stellt das Sachverständigengutachten auf

das frühestmögliche Ende der mit dem EAV einhergehenden fünfjährigen Nachhaftungspflicht ab.

Die Argumentation des Sachverständigengutachtens ist zunächst für sich genommen nachvollziehbar. Sie wird zudem durch das – auch von Seiten der Betroffenen für die Anhebung der Ratings herangezogene – Richtlinienwerk der Ratingagentur S&P bestätigt:

Auch gemäß der S&P-Richtlinie über die Bewertung des Konzernrückhalts können Garantiegeber das Rating eines Unternehmens substituierende Garantien aussprechen, sodass die Bewertung der Kreditwürdigkeit nicht (mehr) an den primären Schuldner, sondern an den Garantiegeber anknüpft,

vgl. S&P, General Criteria: Group Rating Methodology, 2013, Rn. 68; die aktualisierte Richtlinie betont dabei, dass dem zu bewertenden Unternehmen das bessere der beiden Ergebnisse (mit oder ohne Garantie) zugerechnet wird und dass die Bedingungen der jeweiligen Garantie im Rahmen der Ratingermittlung geprüft werden, vgl. S&P, General Criteria: Group Rating Methodology, 2019, Rn. 56 f.

Die zugrundeliegenden Kriterien für die Einordnung von Garantien werden nach Angaben von S&P nicht als „starr“ bewertet. Vielmehr nimmt S&P eine Einzelfallbetrachtung vor, bei der auch gewichtet wird, bis zu welchem Grad ein bestimmtes Kriterium erfüllt wird oder nicht,

vgl. S&P, General Criteria: Guarantee Criteria, 2016, Appendix:Criteria Questions And Answers, Nr. 2.

Bedeutsame Elemente einer Garantie können demnach folgende Aspekte darstellen:

- die Garantie stellt eher eine (unmittelbare) Zahlungsverpflichtung für den Garantiegeber als eine Rückfallebene bei Ausfall des (Haupt-)Schuldners / anderer Schuldner dar,
- der Garantiegeber verpflichtet sich zur Zahlung des garantierten Betrags zum Fälligkeitszeitpunkt (sofern anwendbar) und verzichtet auf die Forderung, Benachrichtigung, Anteils- bzw. Vermögensverschiebung („marshalling of assets“) etc.
- das Kündigungsrecht des Garantiegebers ist in angemessener Weise beschränkt
- die Garantie ist bedingungslos, ungeachtet des Wertes, der Eigenheit, der Validität oder der Einklagbarkeit der garantierten Verpflichtung. Der Garantiegeber verzichtet auf alle üblichen Umstände und Bedingungen, die normalerweise zu seiner Entlassung aus der Verpflichtung führen würden. Er verzichtet insb. auf sein Recht zur Gegenklage etc.
- Die Garantie garantiert einen Ausgleich bei Vorliegen der Insolvenz des Hauptschuldners.
- Die Gläubiger sind Begünstigte der Garantie,

vgl. S&P, General Criteria: Guarantee Criteria, 2016, Rn. 13.

Von gesteigerter Bedeutung für die Möglichkeit einer Ratingsubstitution ist hierbei insbesondere die Frage danach, ob alle eingegangenen Verbindlichkeiten bis zum Ende der Vertragslaufzeit von der Garantie abgedeckt sind und ob die Garantie auch für Rechtsnachfolger bindend ist. Demnach kann der Umstand, dass eine Garantie nicht die gesamte Verpflichtung

abdeckt – ebenso wie bei der im Sachverständigengutachten angewandten Methodik –, dazu führen, dass diese Garantie nicht für eine Anhebung des Ratings herangezogen werden kann,

vgl. S&P, General Criteria: Guarantee Criteria, 2016, Appendix: Criteria Questions And Answers, Nr. 7.

Damit zeigen auch die Ratingkriterien von S&P deutlich auf, dass es einer Einzelfallbetrachtung bei der Bewertung von Garantien (oder garantieähnlichen) Instrumenten bedarf und dass eine Ratingsubstitution vornehmlich auch davon abhängig gemacht werden kann, ob von dem Garantiegeber gegebene Versprechen die eingegangene Verpflichtung vollständig abdecken oder nicht. Bedeutsam erscheint bei der Betrachtung der Ratingkriterien nach S&P zudem, dass gerade solche Vereinbarungen, die sich eher auf einen Verlustausgleich denn auf eine originäre Zahlungsverpflichtung des Garantiegebers beziehen, tendenziell ein geringeres Gewicht haben,

vgl. S&P, General Criteria: Guarantee Criteria, 2016, Rn. 13, erster Anstrich: *“The guarantee is one of payment and not of collection”*; vgl. zudem Moody’s, Special Comment, 11.11.2010, S. 3 f., abrufbar unter: <https://kommuninvest.se/wp-content/uploads/2015/06/Moodys-Core-Principles-of-Guarantees-for-Credit-Substitution.pdf>; zuletzt abgerufen am: 20.03.2024.<sup>33</sup>

Wenngleich die Betroffenen nicht behaupten, dass es sich bei dem EAV um eine Garantie handelt, so vermag ihre Argumentation zu den Wirkungen eines EAV vor dem Hintergrund der vorstehenden Erwägungen nicht zu erklären, weshalb diesem, obwohl er die strengen Voraussetzungen einer Garantie jedenfalls im Fall des Darlehensvertrages mit der Beschwerdegegnerin zu 3) nicht erfüllt, garantieähnliche Effekte – im Sinne einer Ratingsubstitution – zukommen soll:

So weist das Privatgutachten selbst darauf hin, dass der Abschluss eines EAV primär der Schaffung einer ertragsteuerlichen Organschaft und der Vereinfachung ertragsteuerlicher Prozesse sowie der Ermöglichung der konzerninternen Gewinn- und Verlustrechnung dient und sich die Implikation auf die Kreditwürdigkeit als Nebeneffekt dieser ertragsteuerlichen Organschaft darstelle. Dabei verweist das Privatgutachten insbesondere auf einen Abschnitt innerhalb der Verrechnungspreisleitlinien der OECD, welcher jedoch gerade nicht die – mit einer Garantie verbundenen – expliziten Unterstützungsmaßnahmen, sondern eher „implizite“ Effekte im Konzern beleuchtet,

vgl. OECD-Verrechnungspreisleitlinien (2022), Rn. 10.77, aber auch: Rn. 10.76 und 10.78 ff.; vgl. demgegenüber zu Garantien und garantieähnlichen Instrumenten: OECD-Verrechnungspreisleitlinien (2022), Rn. 10.154 ff.

Demgemäß stützt das Privatgutachten die Ansicht, dass der EAV als Teil impliziter Unterstützungsmaßnahmen bewertet werden kann.

Auch der weitere Vortrag der Betroffenen kann diese Einschätzung nicht trüben.

Insbesondere stellt sich die im Sachverständigengutachten getroffene Annahme, eine garantieähnliche Wirkung des EAV komme diesem anders als bei dem hier betrachteten Darlehen im Bereich des Cash-Poolings zugute, keineswegs als – wie die Betroffenen behaupten – wi-

---

<sup>33</sup> Insofern erinnern die Voraussetzungen nach S&P eher an eine Bürgschaft auf erstes Anfordern.

dersprüchlich dar. Vielmehr belegt die Differenzierung im Rahmen des Sachverständigengutachtens eine intensive einzelfallbezogene Auseinandersetzung mit den verfahrensgegenständlichen Darlehens- und Cash-Pool-Beziehungen und den Anforderungen an eine Garantie bzw. an eine garantieähnliche Unterstützungsmaßnahme. Sofern die Betroffenen in diesem Zusammenhang insbesondere bemängeln, dass gerade der – auch im Rahmen des Sachverständigengutachtens erwähnte – Fall der VW Financial Services GmbH aufzeige, dass EAV sehr wohl eine Anhebung des Ratings bis zum Rating der Konzernmuttergesellschaft haben können, so ist dieser Vortrag ebenfalls nicht geeignet, das im Sachverständigengutachten getroffene Ergebnis zu widerlegen: Denn der zwischen der VW Financial Services GmbH und ihrer Muttergesellschaft geschlossene – und im Übrigen öffentlich über das Handelsregister einsehbare – EAV weist deutlich stärkere Attribute einer Garantie auf: Insbesondere legt § 6 (3) des Vertrages fest, dass der Vertrag nicht vor Ablauf von 10 Jahren, beginnend ab dem 01.01.2015 kündbar ist,

vgl. Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Volkswagen Aktiengesellschaft und der Volkswagen Financial Services Aktiengesellschaft v. 05. bzw. 10.03.2015, abrufbar über das elektronische Handelsregister (HRB 3790); vgl. insofern und mit weiterer Begründung zu den Besonderheiten des Geschäftsmodells in diesem Fall die Ausführungen in den in den schriftlichen Ergänzungen der Sachverständigen vom 24.07.2023, S. 20.

Während zudem zumindest Ratingberichte existieren, welche nahelegen, dass dem EAV nicht stets und immer der (garantieähnliche) Effekt einer Ratinganhebung auf das Rating der Muttergesellschaft zuzugestehen ist,

vgl. hierzu insbesondere die Ratingberichte zur KfW IPEX-Bank GmbH, die auf die Existenz eines EAV hinweisen, diesem aber keine Wirkung zuschreiben, die – über die Bewertung anderer Aspekte hinaus, etwa dem Status als „Government-Related-Entity“ (GRE, S&P<sup>34</sup>) oder besonderer Kapitalisierungsübereinkommen (Moody's<sup>35</sup>) – zum Konzernrating führen würden.

sondern das vielmehr eine Einzelfallabwägung aller Faktoren zwingend erforderlich ist,

vgl. hierzu insb. das Rating der Hamburger Hochbahn AG von FitchRatings (Fitch), welches dem Rechtsstatus der Hamburger Hochbahn AG *in Summe (auch unter Berücksichtigung eines EAV)*<sup>36</sup> einen garantieähnlichen Effekt bescheinigt („Tantamount to a Guarantee“)

bleibt der Vortrag der Betroffenen, Banken seien trotz der (lediglich) auf fünf Jahre begrenzten Nachhaftungspflicht nach Kündigung des EAV zu einer Ratingsubstitution bereit, ohne weiteren Beleg.

---

<sup>34</sup> S&P weist unter dem Kriterium „Group Support“ den Wert „0“ aus, während das Kriterium „GRE“ mit 6 Notches bewertet wird (vgl. S&P, KfW IPEX-Bank GmbH, 21.12.2022, S. 3)

<sup>35</sup> Moody's weist unter dem Kriterium „Affiliate Support Notching“ den Wert „0“ aus (vgl. Moody's Credit Opinion KfW IPEX-Bank GmbH, Update to credit analysis, 24.07.2023, S. 10).

<sup>36</sup> Das Rating bewertet primär die Kriterien „status, ownership & control, support track record & expectations and financial implications of the GRE's default“. Der EAV tritt dort als Teilaspekt bei der Bewertung auf, wobei daneben auch andere sehr gewichtige Faktoren – unter anderem der Ausschluss von Wettbewerb und das Fehlen beihilferechtlicher Schranken – eine Rolle spielen

## **(ii) Keine reflexhafte Ratingsubstitution bei Prüfung des Konzernrückhalts**

Auch die Bewertung des EAV im Kontext des Kriteriums der allgemeinen bzw. impliziten Konzernintegration (S&P: „Group“ als Bestandteil der Prüfung des „extraordinary support“) führt nicht – und vorliegend insbesondere nicht bei Betrachtung der Beschwerdegegnerin zu 3) – zu einer automatischen Angleichung des Ratings an dasjenige der Beschwerdegegnerin zu 1).

Wie auch Anhang A.8 zum Privatgutachten zeigt, kann der Aspekt des EAV als Teil der Prüfung des (impliziten) Konzernrückhalts aufgefasst werden. Dabei ist der EAV aber nicht in jeder Hinsicht – also bezüglich eines jeden von den Ratingunternehmen zur Ermittlung des impliziten Rückhalts verwendeten Kriteriums – subsumtionsfähig. Wie auch die Privatgutachter zu erkennen scheinen, kann etwa bei der Bewertung des Kriteriums „Wird wahrscheinlich im Falle von Schwierigkeiten finanzielle Unterstützung der Gruppe erhalten“ der EAV einen zentralen Bewertungsschwerpunkt bilden, wohingegen etwa das Kriterium „Grad des Erfolgs bei dem was sie tun“ nicht durch den EAV beeinflusst werden kann,

vgl. insofern auch Privatgutachten, S. 60.

Selbst unter Zugrundelegung der seitens der Betroffenen vorgenommenen Bewertung ergäbe sich damit im Fall der Beschwerdegegnerin zu 3) allenfalls eine Bewertung – nach der Methodik von S&P – als „strategically important“<sup>37</sup>, wodurch ein maximaler Upflift von drei Ratingstufen über dem SACP/BCA vorgenommen werden könnte (beachte hierzu jedoch auch II.3.2.2.1.4.2.4.2).

### **II.3.2.2.1.4.2.4.2 Unzutreffende Bewertung des Konzernrückhalts (im Übrigen)**

Der Vortrag der Betroffenen ist auch im Übrigen nicht geeignet, die im Sachverständigengutachten vorgenommene Bewertung des Konzernrückhalts der Beschwerdegegnerin zu 3) in Zweifel zu ziehen. Dies gilt zunächst für die eher formale Kritik der Betroffenen hinsichtlich der im Sachverständigengutachten zur Anwendung gelangenden Methodik nach dem „*Parent / Group Support Framework*“ von Moody's (hierzu unter (1)). Es gilt darüber hinaus aber auch für die Kritik, die an dem im Sachverständigengutachten gefundenen Ergebnis geäußert wird (hierzu unter (2)). Auch die mit Blick auf die Beschwerdegegnerin zu 1) nachvollziehbaren Einwände der Betroffenen betreffend die fehlende Berücksichtigung des Staatsrückhalts vermögen die Ratingeinschätzung im Fall der Beschwerdegegnerin zu 3) nicht zu beeinflussen (hierzu unter (3)).

#### **(1) Kritik an Rückgriff auf das Parent / Group Support Framework**

Sofern die Betroffenen zunächst beanstanden, dass das Parent / Group Support Framework nicht öffentlich einseh- und damit dessen Aussagen nicht von ihrer Seite überprüfbar seien, so ist dieser Vortrag bereits im Ausgangspunkt nicht geeignet, das Ergebnis des Sachverständigengutachtens stichhaltig in Zweifel zu ziehen. Denn grundsätzlich ist das Heranziehen von

---

<sup>37</sup> Das Privatgutachten spricht auf S. 32 von einer Einordnung der Beschwerdegegnerin zu 3) als „highly strategic“. Sowohl die Ausführungen in den darauf folgenden Absätzen, als auch die Bewertung nach der Anlage A.8 zum Privatgutachten (S. 60) stellen jedoch klar, dass eine Bewertung als „strategically important“ vorgenommen wurde.

Ratingbewertungen, welche auf nicht im Einzelnen bekannten Algorithmen von Ratingagenturen beruhen, zur Ermittlung fremdvergleichskonformer Darlehenszinsen zulässig,

vgl. BFH, Urteil vom 18.05.2021, Az. I R 4/17, Rn. 44 (juris).

Dies dürfte letztlich auch mit einem wirtschaftlichen Interesse der Ratingagenturen an einer Mitbestimmung über die Weitergabe solcher Informationen bzw. an deren Geheimhaltung zu begründen sein. Die Beschlusskammer hat sich gleichwohl im Rahmen des Verfahrens um eine Freigabe des betreffenden Dokumentes von Seiten der Ratingagentur Moody's bemüht, die allerdings bis zum Zeitpunkt der hiesigen Entscheidung nicht erteilt wurde.

Die Kritik der Betroffenen ist aber auch deshalb unbegründet, weil im Rahmen des Sachverständigengutachtens ohnehin detailliert dargelegt wurde, anhand welcher Punktwerte und mathematischen Formel die Ratinganhebung zu errechnen ist. Sofern sich die Kritik der Betroffenen damit im Kern darauf beschränkt, selbst keinen Abgleich zwischen dem geschriebenen Wort im Parent / Group Support Framework und dem Wortlaut des Sachverständigengutachten vornehmen zu können, erachtet die Beschlusskammer diese Form der Kritik als nicht ausreichend, um das Ergebnis des Sachverständigengutachtens durchgreifend in Frage zu stellen.

Darüber hinaus verhält sich das Parent / Group Support Framework – im Gegensatz zu der von den Betroffenen vertretenen Auffassung – auch konsistent zu dem öffentlich zugänglichen und weit abstrakter gehaltenen Dokument „*Assessing Affiliate Support in the Absence of a Guarantee*“ (AAAG). Sofern die Betroffenen in diesem Zusammenhang insbesondere hervorheben, dass das benannte Dokument eine Anhebung des BCA auf das Rating der Muttergesellschaft zulasse (S. 1), woraus sich ein Widerspruch zu der eher deterministischen Methode des Parent /Group Support Framework ergebe, entspricht diese Feststellung lediglich einer unvollständigen Darstellung der Ausführungen im betreffenden Dokument.

So beschränkt sich der Anwendungsbereich („Scope“) des Dokumentes auf die Bestimmung eines Rückhalts in Abwesenheit von Garantien, also eine Beschreibung derjenigen Unterstützungsformen, die gerade nicht die Kriterien der Kreditsubstitution erfüllen,

*AAAG, S. 2: „In this methodology, we define affiliate support in the absence of a guarantee as any form of support that does not meet our criteria for credit substitution [...]“*

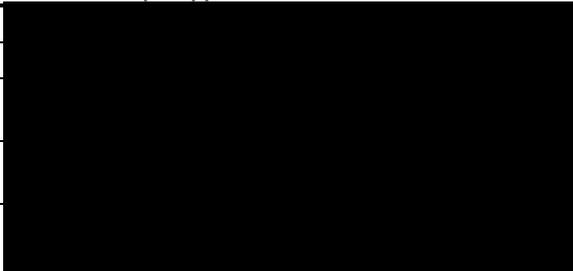
Demnach dienen auch die im Dokument selbst enthaltenen Ausführungen zur Kreditsubstitution vordringlich der Abgrenzung des Anwendungsbereichs von solchen Fällen, in denen eine Kreditsubstitution – ausnahmsweise – gewährt werden kann. Deutlich wird dies insbesondere auch dadurch, dass laut dem Dokument eine Ratingsubstitution (allenfalls) in „ungewöhnlichen Fällen“ („unusual cases“) denkbar ist, was impliziere, dass der Anreiz des Mutterunternehmens zur Gewährung von Unterstützung „extrem hoch“ sei und gleichzeitig die „fortbestehende finanzielle Gesundheit“ des Tochterunternehmens für die Kreditwürdigkeit des Mutterunternehmens oder die Gruppenstrategie entscheidend ist. Als Beispielfälle werden insbesondere Garantien oder aber Beziehungen zwischen (Finanz-)Unternehmen beschrieben, in denen die Reduzierung der Kreditwürdigkeit des Tochterunternehmens – etwa durch Vertrauensverlust bei Investoren – die Gruppe selbst gefährdet,

AAAG, S. 8 f.

Das Parent / Group Support Framework bietet insofern in Ausfüllung der im o. g. Dokument eher abstrakt beschriebenen Kriterien einen logisch nachvollziehbaren Ansatz zur Bestimmung der Abstufung von Ratings, ohne dass es – im Sinne des vorgenannten Dokumentes – gleichzeitig ausschließt, dass Ausnahmefälle existieren, die – über Garantien oder ggf. garantieähnliche Effekte – eine Ratingsubstitution rechtfertigen,

vgl. insofern auch die ergänzenden Ausführungen der Sachverständigen vom 15.07.2023, S. 18 sowie den Umstand, dass auch im Rahmen des Sachverständigengutachtens – trotz Anwendung des Parent / Group Support Framework – dem EAV eine garantieähnliche Funktion im Rahmen des Cash-Pools zugeschrieben wurde.

Die Konsistenz der im Parent / Group Support Framework aufgeführten Methodik zu dem öffentlich zugänglichen Dokument wird auch dadurch gestützt, dass die im Parent / Group Support Framework aufgeführten Einzelkriterien letztlich als Konkretisierungen der im öffentlich zugänglichen Dokument enthaltenen Beschreibungen gelesen werden können. Auch die im betreffenden Dokument beschriebenen Charakteristika einer Unternehmensbeziehung, die als Grundlage für eine Ratingsubstitution dienen *können*<sup>38</sup>, werden durch die Einzelkriterien des Parent / Group Support Framework repräsentiert (und konkretisiert):

AAAG	Parent / Group Support Framework
Steht zu 100 % im Eigentum (der Mutter)	
Trägt Namen des Konzerns	
Hohe Integration in die Gruppe, welche eine Trennung erschwert	
Mangelnde Unterstützung birgt Risiko für Marke, Reputation des Konzerns oder für dessen Zugang zu Kapitalmärkten	
Relevante Unterstützungsmaßnahmen wurden durch den Konzern in der Vergangenheit geleistet	

**Tabelle 13 - Abgleich Kriterien AAAG und Parent / Group Support Framework (Quelle: Moody's; Darstellung: BNetzA)**

Dies wird auch durch die in dem öffentlich zugänglichen Dokument beschriebenen Beispielfälle nahegelegt,

vgl. AAAG, S. 11 ff.

## (2) Kritik an der Bewertung selbst

Der Vortrag der Betroffenen zur Bewertung der Kriterien für einen die Ratingsubstitution rechtfertigenden Konzernrückhalt ist nicht geeignet, die laut Sachverständigengutachten ermittelte maximale Anhebung des BCA der Beschwerdegegnerin zu 3) **um (nicht mehr als) eine Notch** in Frage zu stellen. Dies gilt zunächst für die Ausführungen im bzw. aufgrund des Privatgutachtens (hierzu unter (a)). Es gilt jedoch auch in Bezug auf die Ausführungen zu der aus Sicht der Betroffenen fehlerhaften Ratingermittlung nach den in Betracht kommenden Methoden der Ratingagentur Moody's (hierzu unter (b)).

<sup>38</sup> Dass dieser Schluss nicht zwingend ist, wird unter II.3.2.2.1.4.2.4.1 Abschnitt (2)(b) dargestellt.

### (a) Annahmen des Privatgutachtens

Die Annahmen des Privatgutachtens im Rahmen der Prüfung des Konzernrückhalts sind nicht geeignet, eine höhere Anhebung des BCA der Beschwerdegegnerin zu 3) als **um eine Notch** zu rechtfertigen.

Dabei ist zunächst zu festzuhalten, dass auch das Privatgutachten nicht davon ausgeht, dass die Anhebung des BCA der Beschwerdegegnerin zu 3) auf das Konzernrating allein durch die Berücksichtigung des Konzernrückhalts gerechtfertigt wäre. Vielmehr geht es davon aus, dass selbst unter Berücksichtigung möglicher positiver Effekte des EAV der Konzernrückhalt allenfalls zu einer Bewertung der Beschwerdegegnerin zu 3) als „*strategically important*“ (im Privatgutachten entgegen der eigenen Analyse teils widersprüchlich mit „*highly strategic*“ beschrieben, vgl. hierzu bereits II.3.2.2.1.4.2.4.1 Abschnitt (1)) führen kann. Hierdurch ist auch nach Auffassung der Privatgutachter – „[i]m Allgemeinen“ – (lediglich) eine Anhebung des Ratings um **drei Stufen** über dem BCA möglich,

vgl. Privatgutachten, S. 32 und S. 60.

Doch selbst diese Annahme erscheint bei näherer Betrachtung der im Rahmen des Privatgutachtens selbst herangezogenen Kriterien von S&P unzutreffend:

Die aktuelle Richtlinie von S&P zur Bewertung der Gruppenzugehörigkeit datiert aus dem Jahr 2019, während sich die Ausführungen im Privatgutachten auf eine entsprechende, aber überholte Richtlinie aus dem Jahr 2013 beziehen. Ungeachtet dessen kann jedoch bei Betrachtung beider Richtlinien nicht festgestellt werden, dass die Beschwerdegegnerin zu 3) die – jeweils in beiden Richtlinienfassungen nahezu wortgleichen – Anforderungen an ein Unternehmen erfüllt, welches mit „*strategically important*“ zu bewerten wäre. Denn dies würde voraussetzen, dass zu erkennen wäre, dass das zu bewertende Unternehmen die folgenden Kriterien (kumulativ) erfüllt:

- der Verkauf ist unwahrscheinlich
- das Unternehmen ist für die langfristige Strategie der Gruppe von Wichtigkeit
- das Unternehmen erhält langfristige Unterstützung seitens der Gruppe oder es existieren Anreize, die eine solche Unterstützung indizieren (z. B. „Cross-Default-Clauses“ in Finanzierungsdokumenten) und
- das Unternehmen ist relativ erfolgreich in dem, was es tut, oder es hat realistische mittelfristige Aussichten auf Erfolg in Relation zu den gruppenspezifischen Erwartungen oder Gruppenverdienstnormen/Konzernergebnisvorgaben

vgl. S&P, General Criteria: Group Rating Methodology, 2019, Rn. 47 (2013, Rn. 59).

Ungeachtet der im Verfahren angeklungenen Meinungsverschiedenheiten darüber, ob der Beschwerdegegnerin zu 3) eine strategische Bedeutung innerhalb der Gruppe, so namentlich im Rahmen der „Starke-Schiene“-Strategie, zukommt, ist bereits nicht erkennbar, inwiefern die Performance der Beschwerdegegnerin zu 3) als „relativ erfolgreich“ bewertet werden könnte:

Bereits das Privatgutachten kommt diesbezüglich zu der Erkenntnis, dass die Profitabilität der Beschwerdegegnerin zu 3) jedenfalls im Verhältnis zu der des Konzerns als „schwächer“ einzustufen ist.

Zur Begründung des relativen Erfolgs der Beschwerdegegnerin zu 3) greift das Privatgutachten in der Folge auf einen Vergleich mit der Profitabilität des europäischen „Güterverkehrs“

zurück. Hierbei benennt das Gutachten zunächst weder Quellen, die diese Einschätzung belegen, noch legt es detailliert dar, wie sich die wirtschaftliche Entwicklung in anderen europäischen Ländern (inkl. Schweiz) anhand ihrer einzelnen Landesgesellschaften darstellt,

zu Umsatz und Verkehrsleistung dieser Auslandsgesellschaften vgl. die Aufstellungen in BT-Drs. 20/9325 (Vorabfassung), S. 8 f.; zu diesen Gesellschaften gehören: DB Cargo UK, DB Cargo France, Transfesa (Spanien), DB Cargo Nederland N.V., DB Cargo Schweiz GmbH, DB Cargo Scandinavia A/S (Dänemark), DB Cargo Belgium BV, DB Cargo Italia S.r.l., DB Cargo Polska S.A Group, DB Cargo Romania S.R.L.; DB Cargo Hungaria Kft., DB Cargo Bulgaria EOOD (C).

Auch differenzieren die Betroffenen – in der Annahme, dass lediglich die Schienengüterverkehrssparte gemeint ist – nicht danach, welche Art von Unternehmen innerhalb der Schienengüterverkehrssparte herangezogen wurden. Insbesondere wird anhand des Privatgutachtens nicht deutlich, ob sich der angestrebte Vergleich auf Unternehmen beschränkt, die im Wettbewerb gegründet worden sind (in Deutschland: „Wettbewerberbahnen“ oder „nichtbundeseigene Eisenbahnen“) oder ob in den Vergleich auch Staatseisenbahnen einbezogen wurden. Die diesbezügliche Unterscheidung ist jedoch für die Bewertung des reinen Konzernrückhalts (ohne Berücksichtigung der Staatsnähe) bedeutsam, da – wie etwas das Beispiel der Fret SNCF, also des französischen staatlichen Schienengüterverkehrsunternehmens zeigt – die Performance von Staatsbahnen mitunter deutlich schwächer sein kann als diejenige von Wettbewerbern,

vgl. etwa: Europäische Kommission, Entscheidung vom 18.01.2023 zur Eröffnung eines Beihilfeverfahrens gegen Frankreich („Letter to the Member State“), SA.61880, C(2023) 297 final, Rn. 95: *„Fret SNCF a en effet continué depuis 2007 d'enregistrer des pertes considérables tel que l'établit le Tableau 1 (notamment avec des pertes à hauteur de 30% du chiffre d'affaires en 2010-2011, tandis qu'à partir de 2010, la plupart des acteurs français et européens renouaient avec les profits suite à la fin de la crise financière)“* (nichtamtliche Übersetzung: „Wie aus Tabelle 1 hervorgeht, hat Fret SNCF seit 2007 weiterhin erhebliche Verluste verzeichnet (insbesondere mit Verlusten in Höhe von 30 % des Umsatzes in den Jahren 2010-2011, während die meisten französischen und europäischen Akteure ab 2010 nach dem Ende der Finanzkrise wieder Gewinne erzielten)“).

So zeigt auch die Marktuntersuchung Eisenbahnen der Bundesnetzagentur auf, dass die Profitabilität im Schienengüterverkehr maßgeblich dadurch in den negativen Bereich gezogen wird, dass die Beschwerdegegnerin zu 3) am Markt partizipiert.

Jahr	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Umsatzrentabilität inkl. BG <sup>39</sup> zu 3) in %	-3,8	-3,5	-5,0	-5,3	-8,8		
Umsatzrentabilität ohne BG zu 3) in %	3,8	4,3	2,3	5,5	2,3		

**Tabelle 14 - Entwicklung Umsatzrentabilitäten (Quelle: Marktuntersuchung Eisenbahnen der BNetzA 2018 bis 2022; für die Betrachtung des Darlehens irrelevante Zeiträume grau hinterlegt)**

Die Auswertung zeigt deutlich, dass die Performance der Beschwerdegegnerin zu 3) bereits für sich genommen geeignet ist, die Umsatzrentabilität des gesamten Marktes in den negativen Bereich zu ziehen. Dies gilt insbesondere bereits für den Zeitraum vor der Darlehensvergabe im Jahr 2020. Diese deutlich negative Rentabilität eines staatlichen EVU letztlich als

<sup>39</sup> BG: Beschwerdegegnerin

Benchmark für eine Erfolgsanalyse heranzuziehen, ist nicht nachvollziehbar. Sie widerspricht zudem der grundsätzlichen Definition von (Unternehmens-)Erfolg, wonach dieser schlicht „[j]e nachdem, ob die gesamte Werteentstehung einer Periode größer oder kleiner ist als der gesamte Werteverzehr der gleichen Periode, [...] als Differenz beider Größen positiv (Gewinn) oder negativ (Verlust)“ ausgedrückt werden kann,

vgl. Bundeszentrale für Politische Bildung, Duden Wirtschaft von A bis Z: Grundlagenwissen für Schule und Studium, Beruf und Alltag. 6. Aufl. Mannheim: Bibliographisches Institut 2016. Lizenzausgabe Bonn: Bundeszentrale für politische Bildung 2016, Erfolg; abrufbar unter: <https://www.bpb.de/kurz-knapp/lexika/lexikon-der-wirtschaft/19222/erfolg/>; zuletzt abgerufen am: 20.03.2024,

und wonach letztlich anhand des ermittelten Ergebnisses – positiv oder negativ – festgemacht werden kann, ob ein Unternehmen erfolgreich ist oder nicht. Dies muss jedenfalls dann gelten, wenn die negative Rentabilität sich – wie im Fall der Beschwerdegegnerin zu 3) – über Jahre hinweg nicht verbessert oder sogar verschlechtert. Letztlich ist auch an dieser Stelle die Perspektive des vernünftigen Geschäftsmanns im Sinne des Fremdvergleichs einzunehmen, welcher – zu seinem eigenen Schutz – die Kreditwürdigkeit anhand der Performance des betreffenden Unternehmens bewerten würde.

Auch wird anhand des Privatgutachtens nicht hinreichend klar, wie davon ausgegangen werden kann, dass die Beschwerdegegnerin zu 3) „realistische mittelfristige Aussichten auf Erfolg in Relation zu den gruppenspezifischen Erwartungen oder den Gruppenverdienstnormen/Konzernergebnisvorgaben“ haben sollte. Selbst wenn man im Sinne der Betroffenen unterstellte, dass die Ziele des Konzerns nach der im Jahr 2019 ins Leben gerufenen „Starke-Schiene“-Strategie darauf ausgerichtet sind, die Transportleistung der Beschwerdegegnerin zu 3) perspektivisch „um 70 %“ und den Modal Split auf 25 % zu Gunsten des Schienengüterverkehrs zu erhöhen, so ist angesichts der in den Jahren vor Einführung dieser Strategie und auch der innerhalb der letzten Jahren beobachtbaren Entwicklungen der Beschwerdegegnerin zu 3) nicht nachvollziehbar, inwieweit diese Ziele „realistische“ mittelfristige Aussichten reflektieren sollten:

Die Beschwerdegegnerin zu 3) verliert seit Jahren kontinuierlich prozentual Marktanteile mit Blick auf die Verkehrsleistung. Auch in absoluten Zahlen nimmt die Verkehrsleistung über die letzten Jahre tendenziell eher ab.

Jahr	2017	2018	2019	2020	2021
Verkehrsleistung SGV gesamt in Mrd. tkm	127	130	129	123	139
Anteil Verkehrsleistung BG zu 3) in %	53	49	46	45	42
Verkehrsleistung d. BG zu 3) in Mrd. tkm (gerundet)	67	64	59	55	58

**Tabelle 15 - Entwicklung Marktanteile (Quelle: Marktuntersuchung Eisenbahnen der BNetzA 2018 bis 2022; für die Betrachtung des Darlehens irrelevante Zeiträume grau hinterlegt)**

Zugleich steigt zwar die mittlere Frachtlast pro Zug. Diese Steigerung wird jedoch maßgeblich durch die nichtbundeseigenen Eisenbahnen vorangetrieben:

Jahr	2017	2018	2019	2020	2021
Mittlere Frachtlast je Zug in t mit BG zu 3)	497	495	509	518	530
Mittlere Frachtlast je Zug in t ohne BG zu 3)	513	516	530	537	569

**Tabelle 16 - Entwicklung mittlere Frachtlast (Quelle: Marktuntersuchung Eisenbahnen der BNetzA 2018 bis 2022; für die Betrachtung des Darlehens irrelevante Zeiträume grau hinterlegt)**

Zu sehen ist, dass für eine Erreichung der im Rahmen der „Starke-Schiene“-Strategie ursprünglich selbst gesteckten Ziele für die Beschwerdegegnerin zu 3) nach den aktuell verfügbaren Zahlen eher eine Steigerung von 80% erforderlich wäre, die mittelfristig nicht realistisch scheint,

vgl. Bundesrechnungshof, S. 29f.,

([https://www.bundesrechnungshof.de/SharedDocs/Downloads/DE/Berichte/2023/db-konzernabschluss-2022-volltext.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=4](https://www.bundesrechnungshof.de/SharedDocs/Downloads/DE/Berichte/2023/db-konzernabschluss-2022-volltext.pdf?__blob=publicationFile&v=4); zuletzt abgerufen am: 20.03.2024) wonach die Erreichung der 2019 im Rahmen der „Starke-Schiene“ Strategie beschlossenen Ziele bis 2027 bei einem geplanten Wachstum der Beschwerdegegnerin zu 3) von gerade einmal 15 % „ambitioniert“ bzw. die Erreichung der Bundesziele bis 2030 „außer Reichweite“ erscheine; vgl. zudem die Einschätzung des Bundesrechnungshofs im aktuellen Bericht nach § 99 Bundeshaushaltsordnung (BHO) zur „Dauerkrise der Deutschen Bahn AG“ (dort: S. 4 f.), wonach „[d]ie avisierte Fokussierung in der Konzernstrategie „Starke Schiene“ [...] – wie viele andere angekündigte Lösungsansätze – eine weitgehend wirkungslose Worthülse“ sei.

Dass von der Warte des Zeitpunktes der Darlehensvergabe (2020) aus eine positivere Prognose hätte gezogen werden können, ist angesichts der kontinuierlich schwindenden Transportleistung und damit verbundener Marktanteile der Beschwerdegegnerin zu 3) bereits in den Jahren 2017<sup>40</sup> bis 2019 nicht plausibel und erfüllt damit nicht die Voraussetzungen, die auch nach der von S&P angewandten Methodik als realistische mittelfristige Aussichten anzusehen wären.

#### **(b) Kritik der Betroffenen an der Bewertung nach Moody's**

Auch die weitere Kritik der Betroffenen an der Bewertung der Konzernzugehörigkeit durch das Sachverständigengutachten nach den Methoden von Moody's ist nicht stichhaltig.

Er ist zunächst widersprüchlich, da auch das Privatgutachten der Betroffenen selbst nicht davon ausgeht, dass eine Anhebung des BCA der Beschwerdegegnerin zu 3) auf das Rating der Beschwerdegegnerin zu 1) allein durch den Konzernrückhalt möglich wäre (vgl. hierzu bereits (a)).

Zudem beschränkt sich der Vortrag der Betroffenen zur Bewertung der Konzernzugehörigkeit vornehmlich darauf, dass die öffentlich zugänglichen Methoden von Moody's eine deutlich stärkere Anhebung des BCA zuließen, als dies von Seiten des Sachverständigengutachtens bei Anwendung des Parent / Group Support Frameworks angenommen werde. Selbst wenn man jedoch außer Acht ließe, dass die Anwendung des Parent / Group Support Framework für sich genommen nicht unzulässig ist (vgl. hierzu den obigen Abschnitt (1)), vermag der Vortrag der Betroffenen dennoch nicht zu erklären, wie unter Anwendung des sehr abstrakt gehaltenen Dokumentes „Assessing Affiliate Support in the Absence of a Guarantee“ zwingend

---

<sup>40</sup> Der Bundesrechnungshof führt in seinem Bericht zur Betätigung des Bundes bei der DB AG im Hinblick auf die wirtschaftliche Entwicklung im Konzernabschluss 2022 bzgl. der Beschwerdegegnerin zu 3) sogar aus, dass das Segment bereits seit 2015 durchgängig Verluste von durchschnittlich fast 1 Mio. Euro pro Tag ausweist, sodass die verkündeten strategischen Wachstumspläne „auch nach Einschätzung des Konzerns **höchstens langfristig** erreichbar“ seien (S. 32, Hervorhebungen nur hier).

darauf zu schließen wäre, dass sich das Rating der Beschwerdegegnerin zu 3) „*nicht oder nicht wesentlich vom Rating der DB AG unterscheiden*“ würde.

Eine solche Schlussfolgerung kann sich jedenfalls nicht unmittelbar aus der im betreffenden Dokument enthaltenen und von den Betroffenen wiederholt wiedergegebenen Auflistung „typischer“ Charakteristika eines Tochterunternehmens ergeben. Einer unmittelbaren Schlussfolgerung steht bereits entgegen, dass das Dokument an dieser Stelle eine „Typizität“ angibt, die sich von einer Einzelfallentscheidung abgrenzt. Zudem betont das Dokument selbst, dass Fälle einer Ratingsubstitution bzw. Fälle von Ratings nahe am Konzernrating außergewöhnlich („unusual“) sind und in erster Linie für Finanzunternehmen zum Tragen käme,

vgl. AAAG, S. 8.

Auch wären die gelisteten Kriterien aufgrund ihrer Abstraktheit und ihrer sehr allgemein bzw. auf eine gewisse „Typizität“ ausgerichteten Formulierung ausfüllungsbedürftig. Wie bereits weiter oben (vgl. Tabelle 13) aufgezeigt, ist das Parent / Group Support Framework in hohem Maße dafür geeignet, eine solche Konkretisierung der abstrakt gehaltenen Merkmale von Unternehmen herbeizuführen. Der Vortrag der Betroffenen ist aufgrund seiner Pauschalität insofern nicht geeignet, die dezidierte Auseinandersetzung mit den ausfüllenden Merkmalen des Parent / Group Support Framework in Frage zu stellen.

Insbesondere wird nicht dargelegt, weshalb die

[REDACTED]. Denn bereits nach dem AAAG selbst setzt die Erfüllung dieses Kriteriums eine sehr starke Marken-, Reputations- oder Rating-Interdependenz zwischen Mutter- und Tochterunternehmen bzw. deutlicher gesprochen, eine gewisse Abhängigkeit des Konzerns selbst von der Tochter (und nicht etwa umgekehrt) voraus. Bezogen auf diese Schadensbeziehung führt das AAAG an mehreren Stellen Konkretisierungen herbei, die sich letztlich alle auch im Parent / Group Support Framework wiederfinden.

Derart können die Betroffenen nicht überzeugend darlegen, dass die nachfolgenden Merkmale erfüllt sein sollen (nichtamtliche Übersetzung):

- Der Unterstützungswille des Konzerns ist motiviert durch die Einschätzung der Muttergesellschaft vom **ökonomischen Wert des Tochterunternehmens** und jedem etwaigen finanziellen Vorteil bei der Verhinderung von Geschäftsunterbrechungen und Reputationsschäden in Relation zu den finanziellen Ressourcen, die das Mutterunternehmen einsetzen müsste, um die Tochtergesellschaft zu stabilisieren (S. 4).
- Ein Reputationsschaden der Muttergesellschaft bei ausbleibender Unterstützung ist dann wahrscheinlich geringer, wenn ein Tochterunternehmen in Not ist, **sofern dieses als eine Belastung für die Kreditwürdigkeit des Konzerns anzusehen wäre**. [...] Unsere Bewertung der Unterstützung enthält typischerweise die substantielle Ungewissheit bei Abschätzung des Wertes, den ein Mutterunternehmen dadurch erwartet, dass es Unterstützung leistet [...] (S. 4).
- Operationelle Verbindungen stammen typischerweise von gemeinsamen Geschäftsinteressen, wie etwa einer gemeinsamen Produktionskapazität, Liefer- oder Verkaufsverbindungen oder Forschungs- und Entwicklungs-Synergien mit der Mutter oder anderen ökonomisch bedeutsamen Konzernunternehmen. Geht es etwa um einen Fall, in dem [...] die Tochtergesellschaft eigene Lieferketten oder Produktions- und Vertriebs-Kanäle hat, könnte das Mutterunternehmen ggf.

in Kauf nehmen, dass das Tochterunternehmen seine Verpflichtungen nicht mehr einhalten kann, **sofern das Investment, welches zur Stabilisierung des Tochterunternehmens erforderlich ist, sowie weitere zukünftig benötigte Investitionen [...] als zu hoch angesehen werden [...]** (S. 6).

- Wo ein geringes Risiko für einen Reputationsverlust besteht (z. B. **wenn ökonomische Verluste aus dem Reputationsverlust im Kern immaterieller Natur wären**), gibt es für gewöhnlich keine Ratinganhebung im Sinne des Konzernrückhalts (S.7).
- Wir halten sehr hohe Unterstützungsmaßnahmen eher im Falle von Finanzinstituten denn im Falle von Nicht-Finanzemittenten für wahrscheinlich. Die Kreditwürdigkeit einiger Finanzinstitute ist sehr anfällig für das Vertrauen von Investoren. Die Abwesenheit von Unterstützungsmaßnahmen zu Gunsten einer strauchelnden Tochtergesellschaft könnte einen materiell höheren Schaden für die Gruppe bedeuten, als dies bei Nicht-Finanzemittenten wäre [...] (S. 8).

Demnach und auch vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Entwicklung der Beschwerdegegnerin zu 3) sowie insbesondere der nicht näher begründeten Auffassung der Betroffenen, dass ein (ökonomischer) Schaden durch die fehlende Unterstützung der Beschwerdegegnerin zu 3) zu erwarten wäre bzw. dass die Verflechtungen mit dem Konzern derart tiefgreifend wären, dass eine Trennung praktisch ausgeschlossen wäre, ist dem Ergebnis des Sachverständigengutachtens nichts Substantielles entgegengehalten worden.

### **(3) Unbeachtliche Beanstandung der fehlenden Berücksichtigung der Staatsnähe**

Die in Bezug auf die Ratingbewertung der Beschwerdegegnerin zu 1) nachvollziehbare Kritik der Betroffenen, wonach auch andere börsennotierte Unternehmen mit staatlicher Beteiligung – namentlich die Deutsche Post AG – von einer Unterstützung durch den deutschen Staat profitierten, hat im Ergebnis keine Auswirkungen auf die Bewertung des Emittentenratings der Beschwerdegegnerin zu 3).

Dies liegt einerseits darin begründet, dass dem EAV nach dem Ergebnis des Sachverständigengutachtens kein das Rating der Beschwerdegegnerin zu 3) durch das Rating der Beschwerdegegnerin zu 1) substituierender Effekt zukommt und dass sich ein solcher Effekt auch nicht aus dem (impliziten) Konzernrückhalt im Übrigen ergibt. Das Rating der Beschwerdegegnerin zu 3) wird im Rahmen des (impliziten) Konzernrückhalts nicht durch eine mögliche Anhebung des Ratings der Beschwerdegegnerin zu 1) als Holding beeinflusst. Denn [REDACTED] wäre das Rating des Beschwerdegegnerin allenfalls als Obergrenze für eine mögliche Ratinganhebung beachtlich (vgl. hierzu unter II.3.2.2.1.4.2.4.1 Abschnitt (2) (b)). Eine Anhebung der Obergrenze ändert indes nichts daran, dass laut Sachverständigengutachten angesichts [REDACTED] lediglich von einer Anhebung um eine Notch<sup>41</sup> ausgegangen werden kann ([REDACTED] bewegt sich bereits am untersten Rand dessen, was für eine Uplift erforderlich ist (mindestens [REDACTED])).

---

<sup>41</sup> Eine Notch bezeichnet die Differenz zwischen benachbarten Ratingstufen.

Andererseits ist im Fall der Beschwerdegegnerin zu 3) – anders, als dies bei der Beschwerdegegnerin zu 1) der Fall sein mag – zur Überzeugung der Beschlusskammer davon auszugehen, dass der ihr gegenüber anzunehmende Staatsrückhalt allenfalls als „gering“ im Sinne des Sachverständigengutachtens zu bewerten ist,

vgl. Sachverständigengutachten, S. 46,

und dass demnach eine Anhebung des Ratings unterbleibt. Die entsprechenden Ausführungen im Sachverständigengutachten, welche sich mit den Ergebnissen in der nach Moody's ausgeführten Detailprüfung decken, werden durch den Vortrag der Betroffenen nicht durchgreifend in Frage gestellt.

Insbesondere ist zu berücksichtigen, dass die generelle Wettbewerbspolitik des Staates – einschließlich der Wahrscheinlichkeit von Fördermaßnahmen etc. – bereits inzident durch die Bewertung des Geschäftsprofils in die Bewertung des BCA eingeflossen ist. Tatsächlich sind sektorale Förderprogramme nicht unwahrscheinlich – etwa die Förderung des Einzelwagenverkehrs – und fördern die Stärke des Geschäftsprofils.

Ferner ist zu berücksichtigen, dass der Staatsrückhalt zusätzlich zum Konzernrückhalt bewertet wird. Denn es wird die Wahrscheinlichkeit betrachtet, mit der der Staat eingreift, falls das betrachtete Unternehmen ohne die entsprechende Unterstützung (durch seine Insolvenz) ausfällt. Diese Betrachtung impliziert, dass die Möglichkeiten bzw. die Bereitschaft einer Unterstützung durch den Konzern bereits ausgeschöpft wurde. Der Konzernrückhalt wurde dabei positiv für die Beschwerdegegnerin zu 3) bewertet.

Bei der Bewertung des Staatsrückhalts ist mithin wesentlich, inwieweit die Möglichkeit und die Bereitschaft des Staates besteht, ein individuelles privatrechtliches Unternehmen im Falle der Zahlungsunfähigkeit weitergehend zu unterstützen, als dies durch den Konzern möglich bzw. gewollt ist. Für diese Bewertung sind nach den Kriterien von Moody's eine Reihe von Aspekten ausschlaggebend. So ist strukturell zu bewerten, ob Garantien ausgesprochen wurden, eine Eigentümerschaft des Staates besteht und ob (rechtliche) Hürden für die Unterstützungstätigkeit bestehen. Hinsichtlich der Bereitschaftsfaktoren sind die Wahrscheinlichkeit einer Intervention durch den Staat, politische Verflechtungen und die ökonomische Bedeutung des Unternehmens zu betrachten. Alle diese von Moody's zur Bewertung herangezogenen Kriterien hat das Sachverständigengutachten berücksichtigt und bewertet.

Die Kriterien von Moody's führen dabei zu einem durchschnittlichen Wert von „gering“ bis „moderat“. Bei der Entscheidung zwischen diesen beiden Werten kommt es auf die Gewichtung der Kriterien an. Das Sachverständigengutachten kommt dabei zu dem Ergebnis, dass dem Kriterium „Fehlende Hürden für Unterstützungsmaßnahmen“ letztlich eine größere Bedeutung beizumessen ist. Dies hat zur Folge, dass im Fall der Beschwerdegegnerin zu 3) die Bewertung „gering“ gegenüber der Durchschnittsbetrachtung der Kriterien („gering bis moderat“) herangezogen wird. Als maßgeblichen Grund für die gesteigerte Bedeutung des Kriteriums „Fehlende Hürden für Unterstützungsmaßnahmen“ sieht das Sachverständigengutachten dabei die beihilferechtlichen Beschränkungen staatlicher Intervention an,

vgl. Sachverständigengutachten, S. 47.

Sowohl die Heranziehung der Kriterien wie auch deren Bewertung sind überzeugend. Denn die Wirtschaftspolitik (selbst in der jüngeren Vergangenheit) zeigt eine starke Unterstützungstätigkeit des Bundes bei (den im BCA inzident berücksichtigten) sektoralen Förderungen

auf. Individuelle Förderungen einzelner Unternehmen im Eisenbahnsektor spielen vor allen Dingen im Rahmen der Eisenbahninfrastruktur eine Rolle.

#### **II.3.2.2.1.4.3 Feststellungen des Sachverständigengutachten zur marktüblichen Zinsbandbreite unter Berücksichtigung des ermittelten Risikoprofils**

Laut Sachverständigengutachten ist zum [REDACTED] 2020 von einer marktüblichen Zinsbandbreite **zwischen 2,90% und 6,89%** auszugehen.

Die Annahmen im Sachverständigengutachten beruhen auf einem Rückgriff auf Marktindizes des Datendienstleisters IHS Markit für Euro-Anleihen (sog. iBoxx-Indizes), welchen Stichproben von Unternehmensanleihen mit vergleichbaren Eigenschaften – namentlich vor allem Emissionswährung, Restlaufzeit, Kreditrating des Emittenten und Handelsliquidität der Anleihe – zugrunde liegen. Die Zinsunter- und Zinsobergrenze ergeben sich dabei aus einer Verwendung unterschiedlicher Ratingklassen der iBoxx-Indizes und aus einer Betrachtung der Zeiträume von einem Tag bis einem Monat vor dem jeweils relevanten Stichtag.

Aufgrund der Zusammenfassung von Ratingstufen innerhalb eines bestimmten iBoxx-Index (z. B. Zusammenfassung der Ratingstufen A1, A2 und A3 in einem gemeinsamen Index für die A-Klasse) und dem jedenfalls im Ausgangspunkt (außer im Fall der Ratingklasse AAA<sup>42</sup>) inversen Verhältnis zwischen Rating und Rendite (je höher das Rating, desto geringer der Zins) werden Zinsober- und -untergrenze nach dem folgenden Schema ermittelt:

<b>Rating</b>	<b>Ratingklasse in iBoxx</b>	<b>Ratingklasse für Zins-Untergrenze</b>	<b>Ratingklasse für Zins-Obergrenze</b>
<b>A1</b>	A	Aa	A
<b>A2</b>	A	Aa	Baa
<b>A3</b>	A	A	Baa

**Tabelle 17 - Darstellung der Ermittlung von Zinsober- und -untergrenze nach iBoxx (Quelle: Sachverständigengutachten, S. 102; Darstellung: BNetzA)**

Hierdurch wird bei der Zinsermittlung letztlich verhindert, dass mangels sichtbarer Einzelabstufung (1, 2, 3) von iBoxx innerhalb der Ratingklassen (Aa, A, Baa etc.) ein Zinswert für die Unter- bzw. Obergrenze ausgewählt wird, der den eigentlich für die jeweilige Einzelabstufung verfügbaren Zinsrahmen einschränkt.

iBoxx unterscheidet zwischen Anleihen mit Restlaufzeiten zwischen sieben und zehn Jahren (iBoxx 7-10) und Anleihen mit Restlaufzeiten von mehr als zehn Jahren (iBoxx 10+) und gibt deren Renditen inklusive der durchschnittlichen Restlaufzeiten taggenau wieder. Mittels Interpolation ermittelt das Sachverständigengutachten für beliebige Restlaufzeiten zwischen dem Index iBoxx 7-10 und dem Index iBoxx 10+ näherungsweise die durchschnittliche Rendite.

Für die nähere Bestimmung des Zinssatzes wertet das Sachverständigengutachten dabei die Zeiträume von einem Tag bis einen Monat vor dem jeweils zu betrachtenden Stichtag aus, wobei für beide Zeiträume (X-1 Tag und X-1 Monat) der tägliche Durchschnittswert des jeweiligen Index herangezogen wird. Der hieraus ermittelte niedrigere Wert dient dabei der Bestimmung der Zinsunter-, der jeweils ermittelte höhere Wert der Ermittlung der Zinsobergrenze.

<sup>42</sup> Laut Sachverständigengutachten wird der Index Aaa allein durch zwei Unternehmen bestimmt (Microsoft Corp und Johnson&Johnson). Kontraintuitiv liegt hier die Rendite teilweise höher als dasjenige der Ratingklasse Aa, ohne dass dies vorliegend für das Gutachtenergebnis von Relevanz sei (Sachverständigengutachten, S. 101)

Rating	Rating- klasse in iBoxx	Rating- klasse für Zins-Un- tergrenze	Rating- klasse für Zins- Ober- grenze	Restlauf- zeit	iBoxx Index	Ø X-1 Tag	Ø X-1 Monat	Zinsband- breite
A2	A	Aa	Baa	9 Jahre	iBoxx 7-10	iBoxx 7-10 für Aa 1,50%	iBoxx 7-10 für Aa 2,00%	1,50% bis 2,50%
						iBoxx 7-10 für Baa 3,00%	iBoxx 7-10 für Baa 2,50%	

**Tabelle 18 - Vereinfachte Darstellung Zinsermittlung im Sachverständigengutachten (BNetzA)**

Mit Blick auf das am [REDACTED] 2020 an die Beschwerdegegnerin zu 3) ausgezahlte Darlehen kommt das Sachverständigengutachten unter Anwendung der vorgenannten Methode und unter Zugrundelegung eines Ratings von **B2 bis B3** zu dem nachfolgend dargestellten Ergebnis:

Index-Rating- klasse	iBoxx 7-10		iBoxx 10+	
	1 Tag	1 Monat	1 Tag	1 Monat
A				
Baa				
Ba		2,90		
B	4,01	3,83		
Caa	6,89			

**Tabelle 19 - Ergebnis der Zinsermittlung laut Sachverständigengutachten, S. 107 (Darstellung: BNetzA; Zinsober- und -untergrenzen bzw. Durchschnittswerte grau hinterlegt)**

Entsprechend dem methodischen Vorgehen wird für die empfohlene Ratingklasse B2 (die Werte für B3 folgen im Klammern) für die Untergrenze der Zinsbandbreite der kleinere Wert (Tag/Monat) der Indexratingklasse Ba (B) verwendet. Für die Obergrenze wird der größere Wert (Tag/Monat) der Indexratingklasse Caa (Caa) verwendet. Der empfohlene Darlehenszinssatz ergibt sich aus dem Mittelwert der Werte (Tag/Monat) der Indexratingklasse B.

Dabei ist laut Sachverständigengutachten im Fall des am [REDACTED] 2020 an die Beschwerdegegnerin zu 3) ausgezahlten Darlehens zu berücksichtigen, dass iBoxx 10+ keine passenden Anleihen für die Ratingklassen Ba bis Caa enthält. Im Sachverständigengutachten wird daher auf die Werte des iBoxx 7-10 zurückgegriffen.

#### II.3.2.2.1.4.4 Keine Erschütterung durch Parteivortrag

Der Vortrag der Betroffenen bezogen auf die Ermittlung des marktüblichen Zinssatzes ist auch unter Berücksichtigung des Privatgutachtens nicht geeignet, die im Sachverständigengutachten ermittelten Ergebnisse durchgreifend in Zweifel zu ziehen. Dies betrifft im Kern die von den Betroffenen geäußerte Kritik an der angeblich mangelnden Berücksichtigung der Zinsvariabilität im Sachverständigengutachten.

Das Sachverständigengutachten sowie die hierauf ergänzend eingegangenen Ausführungen vom 24.07.2023 legen zur Überzeugung der Beschlusskammer dar, dass eine hinreichend große Zinsbandbreite zur Ermittlung des marktüblichen Zinssatzes in Betracht gezogen wurde.

Dabei ist zunächst dem Einwand der Betroffenen entgegenzutreten, dass Sachverständigengutachten habe lediglich Zeitpunkte bei der Betrachtung der Zinsbandbreiten in den Blick genommen und nicht Zeiträume. Bereits aus dem Sachverständigengutachten selbst ergibt sich, dass „Betrachtungszeiträume von einem Tag bis einen Monat vor dem Stichtag“ für die Bewertung herangezogen wurden,

Aus den ergänzenden Ausführungen vom 15.07.2023 ergibt sich insofern lediglich klarstellend, dass „1 Monat“ auf eine Betrachtung des Zeitraums abstellt, während „1 Tag“ den Tag unmittelbar vor dem Stichtag und damit einen Zeitpunkt bezeichnet,

vgl. ergänzende Ausführungen der Sachverständigen vom 24.07.2023, S. 23

Zudem beruht die Annahme der Betroffenen, am Markt beobachtbare Anleihen wiesen Standardabweichungen in der Größenordnung von 0,3% bis 3% (bzw. 3,5%) auf, im Wesentlichen auf einer Betrachtung von Swap Spreads und nicht auf einer Betrachtung von Renditen. Sofern die Betroffenen in diesem Zusammenhang im Rahmen ihres Schreibens vom 27.02.2023 klarstellend anführen, dass es unerheblich sei, ob auf Swap Spreads oder Renditen abgestellt werde, da es nur auf den Unterschied der Renditen von Anleihen gleicher Laufzeit und gleicher Ratingklasse ankomme, ist dies nicht vollständig zutreffend. Zwar sind sowohl Anleiherenditen-Spreads als auch Swap-Spreads wichtige Indikatoren für das Kreditrisiko. Allerdings besteht der – aus Sicht der Betroffenen zu vernachlässigende – Kernunterschied zwischen beiden Spreads eben darin, dass Anleiherenditen-Spreads zur Messung des Kreditrisikos von Unternehmensanleihen Verwendung finden, während Swap-Spreads das Risiko von Zinsswaps (Differenz zwischen dem Zinssatz eines Festzins-Swaps und der Rendite einer Staatsanleihe mit vergleichbarer Laufzeit) bewerten. Bei ersteren spielt insbesondere auch das Liquiditätsrisiko eine Rolle. Sie werden von einer größeren Bandbreite an Faktoren beeinflusst,

vgl. <https://fastercapital.com/de/inhalt/Anleiherendite-Spreads-vs--Swap-Spreads-Die-wichtigsten-Unterschiede-erklart.html> sowie <https://fastercapital.com/de/inhalt/Swap-Spreads-und-ihre-Auswirkungen-auf-Preis-Swap-Derivate-verstehen.html#Was-sind-Swap-Spreads->; zuletzt abgerufen am 20.03.2024.

Für eine Begrenzung der innerhalb einer bestimmten Bandbreite beobachtbaren Marktsätze spricht im Übrigen auch der Vorschlag der Europäischen Kommission vom 12.09.2023 für eine Richtlinie des Rates über die Verrechnungspreisgestaltung. Gemäß der hierzu vor dem Richtlinienentwurf selbst veröffentlichten Begründung der Kommission kann die Anwendung einer Fremdvergleichsmethode zu einer Reihe von Ergebnissen führen, aus denen sich eine Auswahl an verlässlichen Ergebnissen ableiten lässt. Ziel der Richtlinie soll es sein, bei einer ermittelten Bandbreite von Werten im Einklang mit international bewährten Verfahren für die Bestimmung eines möglichst exakten Vergleichswertes die Interquartilsbandbreite, also die Bandbreite vom 25. bis zum 75. Perzentil der aus Vergleichsgrößen aus Fremdgegeschäften abgeleiteten Ergebnisse, zugrunde zu legen (Art. 12 des Richtlinienentwurfs),

vgl. Vorschlag der Europäischen Kommission vom 12.09.2023 für eine Richtlinie des Rates über die Verrechnungspreisgestaltung, COM(2023) 529 final, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:52023PC0529>; zuletzt abgerufen am: 20.03.2024, derzeit in Verhandlungen im Rat der Europäischen Union; vgl. insofern auch die Vorgehensweise bei der Evaluierung der Preissetzungspolitik im DB-Konzern im Rahmen des Privatgutachtens, S. 36-43.

Insofern bedeutet „marktüblich“ nicht „am Markt beobachtbar“, sondern „am Markt gängig“.

Demgegenüber wird durch die Vorgehensweise im Sachverständigenbericht, namentlich durch die Berücksichtigung der nächstbesseren Ratingklasse Ba und durch den Umstand, dass für die Ratingklassen Ba bis Caa keine – angesichts der in obiger Tabelle 19 dargestellten Werte als eher höher einzuschätzende – Zinssätze verfügbar sind, sichergestellt, dass

eine hinreichende Bandbreite für die Bestimmung des marktüblichen Zinssatzes gewählt wurde. Vor dem Hintergrund dieser eher großzügig angelegten Bandbreite erscheint die Förderung der Betroffenen nach einer weiteren Ausdehnung nicht überzeugend. Durch die Betrachtung des statistischen Mittels (Durchschnittswerte) der Anleihen in den angrenzenden Ratingklassen ist zur Überzeugung der Beschlusskammer hinreichend sichergestellt, dass die gesamte marktübliche Bandbreite abgedeckt wurde.

#### **II.3.2.2.2 Anpassung des Darlehensvertrages vom ■■■■■ 2020 durch die Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) (Tenorziffer 1 lit. a)**

Durch Tenorziffer 1 lit. a) wird der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) zur Beseitigung des festgestellten Verstoßes gegen das Eisenbahnregulierungsgesetz gemäß Art. 56 Abs. 1 Abs. 1 lit. j) i. V. m. Abs. 9 RL 2012/34/EU bzw. – hilfsweise – gemäß § 67 Abs. 1 Satz 1 ERegG untersagt, den zwischen ihnen am ■■■■■ 2020 geschlossenen Darlehensvertrages zu marktunüblichen Konditionen fortzuführen.

Die Entscheidung zur Unterlassungsverfügung ergeht im Rahmen pflichtgemäßer Ermessensbetätigung. Soweit das Aufgreifermessens der Bundesnetzagentur nicht ohnehin durch die Beschwerde der Beschwerdeführerin gebunden sein sollte,

vgl. OVG NRW, Beschluss vom 22.05.2020, Az. 13 B 1246/19, Rn. 15 (juris): „Das Antragsrecht des Zugangsberechtigten ergänzt damit auf der ersten Stufe das sog. „Aufgreifermessen“ der Regulierungsbehörde und verpflichtet diese im Fall eines Antrags eines Zugangsberechtigten zur Überprüfung der beanstandeten Regelung.“,

übt die Beschlusskammer das Aufgreifermessen dahingehend aus, dass sie sowohl auf die Beschwerde hin als auch hilfsweise von Amts wegen gegen die Vereinbarung im Darlehensvertrag vom ■■■■■ 2020 vorgeht.

Das der Beschlusskammer weiterhin zustehende Entschließungs- und Auswahlermessen wird ordnungsgemäß ausgeübt.

Gemäß § 40 VwVfG hat die Behörde ihr Ermessen entsprechend dem Zweck der gesetzlichen Ermächtigung auszuüben und die gesetzlichen Grenzen des Ermessens einzuhalten. Danach ist die Behörde gehalten, dass die zu treffende Entscheidung ihre Rechtfertigung in den Zwecken des Gesetzes und der vom Gesetzgeber gewollten Ordnung der Materie finden muss. Bei der Betätigung ihres Ermessens ist die Behörde verpflichtet, alle einschlägigen Tatsachen und sonstigen Gesichtspunkte mit dem ihnen bei objektiver Betrachtung zukommenden Gewicht in Ansatz zu bringen und abzuwägen.

Die Entscheidung der Beschlusskammer verfolgt einen legitimen Zweck (hierzu unter II.3.2.2.2.1). Sie ist darüber hinaus geeignet (hierzu unter II.3.2.2.2.2) und erforderlich (hierzu unter II.3.2.2.2.3) sowie verhältnismäßig im engeren Sinne (hierzu unter II.3.2.2.2.4).

##### **II.3.2.2.2.1 Legitimer Zweck**

Die Entscheidung der Beschlusskammer verfolgt einen legitimen Zweck. Dabei hat sich die Regulierungsbehörde bei ihren Entscheidungen grds. an den sich aus dem Regulierungsrecht, namentlich aus § 3 ERegG, ergebenden Zielen zu orientieren. Vorliegend verfolgt die Beschlusskammer mit der die Einhaltung der entflechtungsrechtlichen Vorgabe des § 8d Abs. 5 ERegG bezweckenden Unterlassungsanordnung insbesondere das Ziel der Wahrung der Interessen der Zugangsberechtigten auf dem Gebiet der Eisenbahnmärkte bei der Förderung

und Sicherstellung eines wirksamen Wettbewerbs in den Eisenbahnmärkten (§ 3 Nr. 2 ERegG).

#### **II.3.2.2.2 Geeignetheit**

Die auf die Unterlassung angelegte Anordnung nach Tenorziffer 1 lit. a) ist auch geeignet, den Verstoß gegen § 8d Abs. 5 ERegG wirksam für die Zukunft zu beseitigen und hierdurch den angestrebten Zweck zu erreichen.

In Folge der Untersagung muss entweder der Zinssatz des vereinbarten Darlehen angepasst oder das Darlehen aufgekündigt werden. Durch beide Maßnahmen würde der bestehende rechtswidrige Zustand bezogen auf das untersuchte Darlehen beendet. Denn durch die Verpflichtung zur Anpassung der Zinssätze auf ein marktübliches Niveau wird der im Darlehen vom [REDACTED] 2020 vereinbarte Zinssatz soweit für die Zukunft geändert, wie dieser nicht den Vorgaben des § 8d Abs. 5 ERegG entspricht. Bei einer Kündigung des Darlehens entfielen der Rechtswidrigkeitsvorwurf ebenso.

Der Geeignetheit könnte grundsätzlich entgegenstehen, dass mit einer impliziten Verpflichtung zur Vertragsänderung den Vertragsparteien die Fortführung eines Darlehen aufgegeben würde, dass sie bei Anwendung marktüblicher Konditionen nicht abgeschlossen hätten und folglich nicht fortführen würden. Denn der Abschluss von Darlehensverträgen dient in der Regel der Deckung eines Finanzierungsbedarfs für ein Projekt oder jedenfalls zur Finanzierung des von bestimmten Erwartungen getriebenen Geschäftsbetriebs. Ob und inwieweit Finanzmittel aufgenommen und im Geschäftsbetrieb eingesetzt werden, ist eine Entscheidung der Geschäftsleitung, die diese in der Regel auf Basis der mit der Aufnahme der Mittel generierbaren Erlöse treffen wird. In diesem Sinne kann beispielsweise nicht unterstellt werden, dass die Beschwerdegegnerin zu 3) in Kenntnis des (marktüblich) höheren Zinsaufwandes die Geldmittel aufgenommen hätte. Denn es könnte sein, dass sich die Aufnahme und Verwendung der Mittel für die beabsichtigte Geschäftstätigkeit nicht oder aus ihrer Sicht nicht hinreichend gelohnt hätte. Es gilt mithin im Grundsatz nicht, dass ein Darlehen mit marktüblichen Konditionen ein „Minus“ zu einem Darlehen mit unüblich (hohen oder niedrigen) Zinsen oder anderweitig marktunüblichen Konditionen ist.

Die Geeignetheit ergibt sich jedoch insbesondere aus dem gesetzlichen Leitbild des § 80 Abs. 2 Satz 2 ERegG. Diese Übergangsvorschrift gibt vor, dass Darlehen, die vor dem 24.12.2016 gewährt, jedoch nicht zu marktüblichen Konditionen geschlossen wurden, innerhalb einer Frist von 12 Monaten nach dem 16.07.2019 anzupassen waren. Hieraus ergibt sich, dass der Gesetzgeber ausdrücklich die Anpassung von Darlehensverträgen als Folge bestehender Rechtswidrigkeit gesehen hat. Die Anpassungsverpflichtung ist dabei aber dahingehend weit zu verstehen, dass sie als Alternative zu der Nichtfortführung dieser Darlehen gilt. In diesem Sinne ist auch die Anordnung der Beschlusskammer so zu verstehen, dass auch die Einigung zur Unterlassung der Fortführung des Darlehens eine taugliche Anpassungsvariante darstellt, weil das Darlehen dann nicht zu marktunüblichen Konditionen fortgeführt wird. Unter der Nichtfortführung des Darlehens versteht die Beschlusskammer die Kündigung, Fälligkeitstellung und Rückzahlung des Darlehensbetrages (einschließlich der ggf. bislang aufgelaufenen und noch nicht bedienten Zinsen) ohne wechselseitige weitere Forderungen wie beispielsweise einer Vorfälligkeitsentschädigung.

### II.3.2.2.3 Erforderlichkeit

Die Verpflichtung zur Unterlassung der Fortführung des Darlehens zu marktunüblichen Konditionen ist auch erforderlich. Es sind keine gleichsam effektiv zur Zielerreichung geeigneten, aber milderer Maßnahmen erkennbar.

So ist insbesondere nicht erkennbar geworden, dass die Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) eigenständig eine Anpassung des Vertrages vorgenommen hätten.

Die Beschlusskammer hat es demgegenüber im Rahmen des Auswahlermessens nicht als ausreichend angesehen, der Beschwerdegegnerin zu 1) – wie von der Beschwerdeführerin beantragt und zu Tenorziffer 1 lit. c) entschieden – lediglich aufzugeben, der Beschwerdegegnerin zu 3) keine Darlehen mehr zu einem nicht marktüblichen Zinssatz zu gewähren, da diese Maßnahme nicht gleichermaßen effektiv ist, die sich aus dem bereits kontrahierten Darlehensverhältnis in Zukunft durch die Fortzahlung auf Grundlage niedriger Zinssätze verschärfende Wettbewerbsverzerrung zu beseitigen (vgl. hierzu auch unter II.3).

Die Beschlusskammer hat bei der Auswahl möglicher geeigneter Maßnahmen auch eine vollständige Ungültigerklärung des hier betrachteten Darlehen – ohne die Möglichkeit einer Fortführung zu einem korrigierten (marktüblichen) Zinssatz – in Betracht gezogen. Für die vollständige Ungültigerklärung spricht grundsätzlich, dass die gesetzliche Anforderung des § 8d Abs. 5 ERegG, wonach Darlehen nur zu marktüblichen Bedingungen ausgezahlt werden dürfen, sich grds. auch so verstehen ließe, dass bereits der Vertragsschluss bzw. die Auszahlung zu marktunüblichen Bedingungen einen mit der Ungültigerklärung sanktionierbaren Verstoß darstellte.

Zu berücksichtigen ist in diesem Zusammenhang aber – wie bereits im Rahmen der Geeignetheit – auch § 80 Abs. 2 ERegG, wonach abweichend von § 8d Absatz 5 vor dem 24.12.2016 gewährte Darlehen zwischen rechtlichen Einheiten eines vertikal integrierten Unternehmens bis zu ihrer Fälligkeit weiterlaufen, sofern sie zu Marktsätzen geschlossen wurden und tatsächlich ausgezahlt und bedient werden. Satz 2 der Regelung sieht vor, dass eine Anpassung der Darlehensverträge innerhalb von 12 Monaten nach dem 16.07.2019 zu erfolgen hat, wenn die Voraussetzungen von Satz 1 für vor dem 24.12.2016 gewährte Darlehen nicht erfüllt sind. Die Begründung des Gesetzesentwurfs stellt klar, dass es sich um eine Übergangsregelung für Altfälle der Darlehensvergabe nach § 8d Absatz 6 handelt,

vgl. BR-Drs. 157/19, S. 123.

Im Umkehrschluss stellt § 80 Abs. 2 Satz 1 ERegG (in Übereinstimmung mit Art. 7d Abs. 5 der RL 2012/34/EU) klar, dass Darlehen, die nicht zu Marktkonditionen geschlossen wurden, nicht bis zu ihrer Fälligkeit weiterlaufen. Diese Vorgabe greift die von der Beschlusskammer gewählte Maßnahme auf.

Mit Blick darauf, dass das Darlehen nach Ablauf der Übergangsfrist aufgenommen wurde, hat die Beschlusskammer auch erwogen, ob das Darlehen nicht sogar *ex tunc* für unwirksam erklärt werden sollte. Die Beschlusskammer hat im Rahmen des ihr zustehenden Auswahlermessens schlussendlich von einer solchen Anordnung abgesehen. Für diese Entscheidung war unter anderem tragend, dass die mit diesem Beschluss ergehende Anordnung erstmalig getroffen wird und zudem bereits durch einen reinen Zukunftsbezug weitreichende Konsequenzen für die Beschwerdegegnerin zu 3) haben wird (vgl. hierzu auch die Ausführungen zur Angemessenheit unter II.3.2.2.4). Zudem trifft die Richtlinienvorgabe zu Altverträgen keine Aussage oder Rechtsfolgenanordnung zu solchen Verträgen, die erst *nach* dem 23.12.2016 geschlossen wurden. Zwar ließe sich vertreten, dass für derartige Verträge „erst Recht“ eine

Ungültigerklärung gelten müsse. Andererseits wird diese Rechtsfolge nicht explizit in Art. 56 der RL 2012/34/EU als Folge eines Verstoßes gegen Art. 7d Abs. 4 benannt.

Auch auf eine rückwirkende Anpassung auf den Tag der Darlehensauszahlung am [REDACTED] 2020 (gegenüber der hier tenorierten rein zukunftsbezogenen Unterlassung) hat die Beschlusskammer angesichts der erstmaligen Entscheidung verzichtet. Hierbei hat die Beschlusskammer auch mit in die Erwägungen einbezogen, dass die Beschwerdeführerin lediglich die Unterlassung der Gewährung von marktunüblichen Zinssätzen gefordert und damit ihren Antrag auf den zukünftigen Abschluss von Darlehensverträgen gerichtet hat, während bereits kontrahierte Darlehen wohl nicht – jedenfalls nicht explizit – vom Antrag erfasst sind (s. zur – schwachen – Bindungswirkung des Antrags bereits oben unter II.3).

Zudem hat die Beschlusskammer davon abgesehen, einen konkreten Zinssatz innerhalb der ermittelten Bandbreite zu benennen. Dabei hat die Beschlusskammer insbesondere berücksichtigt, dass nach der finanzgerichtlichen Rechtsprechung zur Berechnung von verdeckten Gewinnausschüttungen grundsätzlich davon auszugehen ist, dass es nicht „den“ fremdüblichen Preis gibt, also nicht einen einzigen möglichen Preis, sondern – wie auch im Rahmen des Sachverständigengutachtens ermittelt – in der Regel eine Zinsbandbreite,

BFH, Urteil vom 18.05.2021, Az. I R 4/17, Rn. 26 (juris).

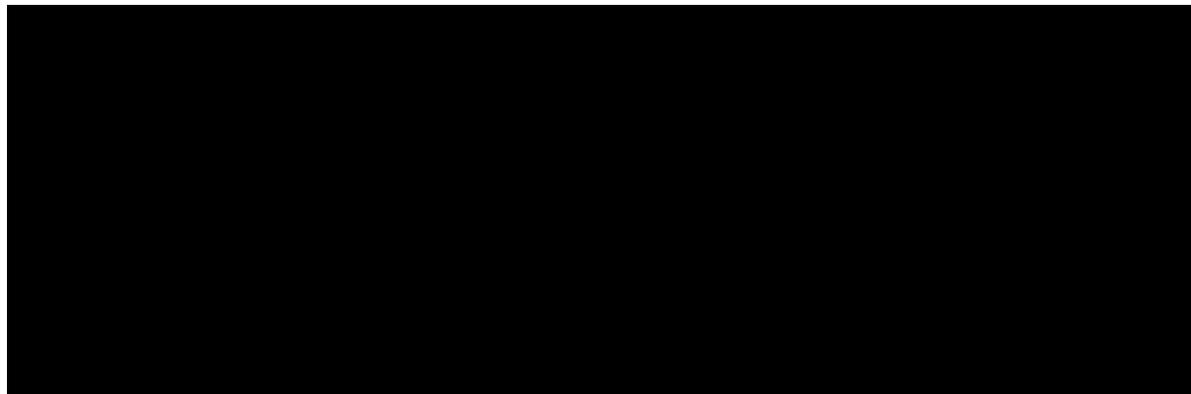
#### **II.3.2.2.2.4 Angemessenheit**

Die getroffene Anordnung ist auch angemessen. Sie steht nicht außer Verhältnis zum angestrebten Zweck.

Dabei ist zunächst festzuhalten, dass Zweck der gesetzlichen Vorgabe die Sicherstellung vergleichbarer Wettbewerbsverhältnisse zwischen VIU und Dritten EVU ist. Insofern steht die Anordnung zur Änderung von Darlehen auf marktübliche Bedingungen unter Berücksichtigung des individuellen Risikoprofils des betroffenen Unternehmens bereits von vorne herein nicht außer Verhältnis zum angestrebten Zweck. Hinzu kommt, dass der Gesetzgeber die Änderung von Darlehenskonditionen in § 80 Abs. 2 Satz 2 ERegG als angemessene Konsequenz für Bestandsdarlehen angenommen hat (mit der Anpassungsverpflichtung auf Marktsätze).

Auch die Betrachtung der konkret zu erwartenden Mehrbelastungen für die Beschwerdegegnerin zu 3) führt zu keiner abweichenden Bewertung.

Nach der Anlage 1 zu dem am [REDACTED] 2020 zwischen den Beschwerdegegnerinnen geschlossenen Darlehensvertrag ist von folgendem ursprünglichen Tilgungsplan auszugehen:

A large black rectangular redaction box covers the content of the table mentioned in the text above.

**Tabelle 20 - Tilgungsplan laut Anlage zu Darlehensvertrag vom [REDACTED] 2020**

Nach der getroffenen Anordnung müsste der Zinssatz des geschlossenen Darlehen auf einen Wert zwischen 2,90 % und 6,89 % angehoben werden, so dass sich die Zinsaufwendungen



- e. Die Bewertung des impliziten bzw. passiven Konzernrückhalts darf im Sinne der aktuellen Rechtsprechung des Bundesfinanzhofs nicht reflexhaft als werthaltige Besicherung des Rückzahlungsanspruchs verstanden werden, sondern darf im Sinne einer Einzelfallbetrachtung nur diejenigen Aspekte einfließen lassen, auf die sich ein wirtschaftlich vernünftig handelnder, konzernfremder Darlehensgeber im Krisenfall tatsächlich verlassen könnte. Der Grad der Beeinflussung des Ratings durch den impliziten Konzernrückhalt ist daher anhand aller Umstände des Einzelfalls – idealerweise entlang der einschlägigen Kriterien der Ratingagenturen – zu überprüfen, wobei insbesondere strategische Konzernenerwartungen ins Verhältnis zur im Vergabe- bzw. Auszahlungszeitpunkt tatsächlichen wirtschaftlichen Lage und absehbaren Entwicklung des betreffenden Unternehmens zu setzen sind.
- f. Bei der Erfassung der marktüblichen Zinsbandbreite sind Daten, die mehr als einen Monat vor Abschluss des Darlehensvertrages bzw. – bei Auseinanderfallen – vor Auszahlung des Darlehens liegen, nicht zu berücksichtigen, es sei denn, in dem Zeitraum bis einen Monat vor den vorbenannten Zeitpunkten finden sich keine vergleichbaren Transaktionen oder Indizes von Transaktionen gleicher Art, die für die Ermittlung des Marktsatzes herangezogen werden könnten. Hat die Europäische Zentralbank den Leitzins innerhalb des Zeitraums von einem Monat vor Abschluss des Darlehensvertrages bzw. Auszahlung des Darlehens verändert, so ist der Zeitraum zwischen dem Zeitpunkt dieser Anhebung und dem Abschluss bzw. der Auszahlung für die Bemessung der marktüblichen Zinsbandbreite maßgeblich, es sei denn, in diesem (kürzeren) Zeitraum finden sich keine vergleichbaren Transaktionen oder Indizes von Transaktionen gleicher Art, die für die Ermittlung des Marktsatzes herangezogen werden könnten.

Die Entscheidung zur Verpflichtung ergeht im Rahmen pflichtgemäßer Ermessensbetätigung. Soweit das Aufgreifermessen der Bundesnetzagentur nicht ohnehin durch die Beschwerde der Beschwerdeführerin gebunden ist,

vgl. OVG NRW, Beschluss vom 22.05.2020, Az. 13 B 1246/19, Rn. 15 (juris): „Das Antragsrecht des Zugangsberechtigten ergänzt damit auf der ersten Stufe das sog. „Aufgreifermessen“ der Regulierungsbehörde und verpflichtet diese im Fall eines Antrags eines Zugangsberechtigten zur Überprüfung der beanstandeten Regelung.“,

übt die Beschlusskammer das Aufgreifermessen dahingehend aus, dass sie auf die Beschwerde hin und von Amts wegen gegen die Vereinbarungspraxis von konzerninternen Darlehen vorgeht.

Das der Beschlusskammer weiterhin zustehende Entschließungs- und Auswahlmessen wurde ordnungsgemäß ausgeübt.

Gemäß § 40 VwVfG hat die Behörde ihr Ermessen entsprechend dem Zweck der gesetzlichen Ermächtigung auszuüben und die gesetzlichen Grenzen des Ermessens einzuhalten. Danach ist die Behörde gehalten, dass die zu treffende Entscheidung ihre Rechtfertigung in den Zwecken des Gesetzes und der vom Gesetzgeber gewollten Ordnung der Materie finden muss. Bei der Betätigung ihres Ermessens ist die Behörde verpflichtet, alle einschlägigen Tatsachen und sonstigen Gesichtspunkte mit dem ihnen bei objektiver Betrachtung zukommenden Gewicht in Ansatz zu bringen und abzuwägen.

Die Entscheidung der Beschlusskammer verfolgt einen legitimen Zweck (hierzu unter II.3.2.2.3.1). Sie ist darüber hinaus geeignet (hierzu unter II.3.2.2.3.2) und erforderlich (hierzu unter II.3.2.2.3.3) sowie verhältnismäßig im engeren Sinne (hierzu unter II.3.2.2.3.4).

#### **II.3.2.2.3.1 Legitimer Zweck**

Die Entscheidung der Beschlusskammer verfolgt einen legitimen Zweck. Dabei hat sich die Regulierungsbehörde bei ihren Entscheidungen grds. an den sich aus dem Regulierungsrecht, namentlich aus § 3 ERegG, ergebenden Zielen zu orientieren. Vorliegend verfolgt die Beschlusskammer mit der die Einhaltung der entflechtungsrechtlichen Vorgabe des § 8d Abs. 5 ERegG bezweckenden Anordnung insbesondere das Ziel der Wahrung der Interessen der Zugangsberechtigten auf dem Gebiet der Eisenbahnmärkte bei der Förderung und Sicherstellung eines wirksamen Wettbewerbs in den Eisenbahnmärkten (§ 3 Nr. 2 ERegG).

#### **II.3.2.2.3.2 Geeignetheit**

Die auf die zukunftsbezogene Korrektur von Bestandsdarlehen angelegte Anordnung nach Tenorziffer 1 lit. b) ist auch geeignet, den Verstoß gegen § 8d Abs. 5 ERegG wirksam für die Zukunft zu beseitigen und hierdurch den angestrebten Zweck zu erreichen.

Denn durch die Vorgabe, die Fortführung von Darlehensverträgen zu Zinssätzen und Darlehensbedingungen zu unterlassen, die nicht das unter Beachtung der vorstehend näher beschriebenen Vorgaben ermittelte individuelle Risikoprofil des betreffenden Unternehmens widerspiegeln, werden andauernde Verstöße gegen das Eisenbahnregulierungsgesetz unterbunden. Es wird zudem zugleich sichergestellt, dass die wettbewerbsbeeinträchtigende Wirkung von marktunüblichen Darlehenskonditionen – unter Gewährung einer gewissen Umsetzungsfrist – ausgeschaltet wird. Insofern steht insbesondere aufgrund der in Abschnitt II.3.2.2.1 und den Unterabschnitten des Beschlusses getroffenen Feststellungen zum generellen Vorgehen der Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) fest, dass bei unveränderter Fortführung des Verhaltens Verstöße gegen Eisenbahnregulierungsgesetz drohen bzw. bereits bestehende Darlehensverträge unter den gleichen systematischen Fehlern bei der Ermittlung des Risikoprofils der Beschwerdegegnerin zu 3) leiden. Durch die einzelnen unter II.3.2.2.3 aufgelisteten Prüfungspunkte ist die Anordnung auch hinreichend konkret, um die festgestellten Verstöße künftig zu vermeiden bzw. bestehende Verstöße zu beseitigen.

#### **II.3.2.2.3.3 Erforderlichkeit**

Die Unterlassungsverfügung ist auch erforderlich. Es sind keine gleichsam effektiv zur Zielerreichung geeigneten, aber milderer Maßnahmen erkennbar.

So ist insbesondere nicht erkennbar geworden, dass die Beschwerdegegnerinnen eigenständig eine Anpassung aller bestehenden Darlehensverträge vornehmen würden. Vielmehr haben die Beschwerdegegnerinnen im Laufe des gesamten Verfahrens und auch mit Blick auf die Ausführungen im Sachverständigenutachten deutlich gemacht, dass sie eine gänzlich andere Position betreffend die Ermittlung des individuellen Risikoprofils – und der darauf beruhenden Ermittlung des marktüblichen Zinssatzes – vertreten.

Die Beschlusskammer hat es demgegenüber im Rahmen des Auswahlermessens nicht als ausreichend angesehen, den Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) lediglich (wie durch die Tenorziffer 1 lit a) angeordnet) aufzugeben, die festgestellte Rechtswidrigkeit des näher untersuchten Darlehens zu beseitigen. Die Untersagung einer Fortführung von zum Zeitpunkt des Beschlusserlasses bereits laufenden Darlehen war – hilfsweise von Amts wegen – erfor-

derlich, um auch diese Quelle möglicher Rechtswidrigkeit und wettbewerbsverzerrender Wirkung wirksam zu beseitigen. Dabei hat die Beschlusskammer vor allem auch in die Erwägungen eingestellt, dass die Beschwerdegegnerin zu 3) ausweislich des Geschäftsberichts für das Jahr 2022 über 2,251 Mrd. EUR an Darlehensverbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen ausweist und hierfür 34 Mio. EUR Zinsen zahlt. Angesichts dieser Volumina – allein für laufende Darlehensbeziehungen – und der in diesem Verfahren aufgedeckten systematischen Fehler bei der Ermittlung des individuellen Risikoprofils der Beschwerdegegnerin zu 3) kann lediglich eine – von den Beschwerdegegnerinnen – durchzuführende Überprüfung und ggf. Anpassung (bzw. Aufkündigung) auch bestehender Darlehen – gleichwohl unter Gewährung einer auskömmlich bemessenen Frist – dem Gesetzesziel effektiv dienen.

Hingegen war es nicht erforderlich, die Anordnung auch auf vor dem 24.12.2016 abgeschlossene Bestandsdarlehen zu erweitern. Denn der wesentliche systematische Mangel bei der Ermittlung konzerninterner Darlehensbedingungen besteht in der nicht zutreffenden Bewertung des individuellen Risikoprofils des betreffenden Unternehmens. Diese Bewertung ist aber für vor dem 24.12.2016 geschlossene Darlehensverträge, die tatsächlich ausgezahlt und bedient werden, gar nicht vorzunehmen. Für diese Bestandsdarlehen ist es ausreichend, wenn sie zu Marktbedingungen unter Berücksichtigung der Konzernzugehörigkeit der Beschwerdegegnerin zu 4) gewährt worden sind, vgl. § 80 Abs. 2 ERegG.

#### **II.3.2.2.3.4 Angemessenheit**

Die getroffene Anordnung ist auch angemessen. Sie steht nicht außer Verhältnis zum angestrebten Zweck.

Bei der Betrachtung der bereits laufenden Darlehen war zwar in die Erwägungen mit einzustellen, dass hier bereits Vereinbarungen geschlossen wurden und diese Vereinbarungen möglicherweise auch im Vertrauen auf eine Rechtmäßigkeit des Zinssatzes bislang fortgeführt wurden. Jedoch würde auch in diesem Zusammenhang das Akzeptieren von marktunüblichen Zinssätzen letztlich eine Position unterstützen, die den Zielen des Gesetzes erkennbar zuwiderläuft. Sehr deutlich wird dies auch bei Betrachtung der Übergangsvorschrift des § 80 Abs. 2 ERegG. Diese spricht zwar eine Umstellungspflicht nur für Darlehen aus, die vor dem 24.12.2016 zu marktunüblichen Konditionen geschlossen wurden. Dieses Leitbild dürfte aber auch mit Blick auf Darlehensverträge gelten, die nicht wie in der Übergangsnorm beschrieben noch vor dem 24.12.2016, sondern erst seit diesem Zeitpunkt und damit in Kenntnis der Vorschrift des Art. 7d Abs. 4 RL 2016/2370/EU gewährt wurden. Letztlich könnte hierin auch eine ermessenslenkende Entscheidung des Gesetzgebers zu sehen sein.

Auch eine Betrachtung der konkret erwarteten Mehrbelastungen für die Beschwerdegegnerin zu 3) führt zu keiner abweichenden Bewertung. Dabei geht die Beschlusskammer davon aus, dass die aktuell bestehenden konzerninternen Darlehen von etwa 2,3 Mrd. EUR (Stand: 31.12.2022) weit überwiegend seit dem 24.12.2016 vereinbart und ausgezahlt wurden. Ende des Jahres 2018 (vor 5 Jahren) bestanden ausweislich des Geschäftsberichts 2018 konzerninterne Darlehen mit einer Laufzeit von über 5 Jahren im Umfang von 1,585 Mio. EUR. Hiervon waren allein 1,215 Mio. EUR auf in den Jahren 2017 und 2018 neu aufgenommene langfristige Darlehen zurückzuführen. Die Beschlusskammer geht folglich davon aus, dass der überwiegende Anteil der bestehenden konzerninternen Darlehen in seinem Zinssatz anzupassen sein wird. Mit Blick auf die aktuellen Zinsaufwendungen in Höhe von etwa 34 Mio. EUR (Geschäftsbericht 2022) und die Erkenntnisse zu einer angemessenen Verzinsung aus der in Abschnitt II.3.2.2.1.4.1 dargestellten Begutachtung ist damit zu rechnen, dass jährliche Mehrbelastungen abhängig von den konkreten Zinssätzen und der Struktur der Darlehen (endfällige

Darlehen oder Annuitätendarlehen) in Höhe [REDACTED] auftreten könnten. Mit Blick auf Umsatz und Geschäftsumfeld der Beschwerdegegnerin erscheint das nicht unangemessen.

Es spielt auch keine durchgreifende Rolle, dass sich die Regelung des § 8d Abs. 5 ERegG mit Blick auf das Inkrafttreten der Norm einerseits (16.07.2019) und des für die Bewertung der Darlehen maßgeblichen Stichtages (24.12.2016) als rückwirkende Regelung darstellen könnte. Denn einerseits ergab sich der Stichtag bereits aus der RL (EU) 2016/2370 und war mithin seit deren Inkrafttreten am 24.12.2016 bekannt. Zudem haben sich sowohl der Unionsgesetzgeber, als auch der nationale Gesetzgeber konkret mit den Übergangsregelungen befasst. Der Unionsgesetzgeber hat dabei einerseits eine Transpositionspflicht bis zum 25.12.2018 vorgesehen, zugleich aber die Rechtsfolgen für Bestandsdarlehen an das Verkündungsdatum der Richtlinie geknüpft (Art. 3 Abs. 1: 23.12.2016 plus ein Tag). Dem Unionsgesetzgeber war also bereits klar, dass die Transposition erst nach dem maßgeblichen Stichtag erfolgen würde. Auch der nationale Gesetzgeber hat im Rahmen des Übergangsrechts in § 80 Abs. 2 ERegG konkrete Vorgaben mit Vorgabe des maßgeblichen Stichtages getroffen. Die Umsetzung des konkret gewollten Übergangsrechts durch die Regulierungsbehörde kann sich nicht als unangemessen erweisen.

Auch die Fristsetzung erscheint angemessen. Sie berücksichtigt, dass mehrere Darlehen zu prüfen und ggf. anzupassen sind. Dabei kommt den Beschwerdegegnerinnen zu Gute, dass sie sich in die Thematik nicht neu einarbeiten müssen, sondern lediglich ein vorhandenes Berechnungsschema korrigiert werden muss. Die Frist berücksichtigt auch, dass vor der Anpassung aller bestehenden Darlehen ein Gerichtsverfahren mit dem Ziel der Anordnung der aufschiebenden Wirkung durchgeführt werden könnte, wenn und soweit die Beschwerdegegnerinnen die hier vorliegende Entscheidung überprüfen lassen wollten.

#### **II.3.2.2.4 Unterlassung der künftigen Gewährung von Darlehen zu unüblichen Konditionen durch die Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) (Tenorziffer 1 lit. c)**

Durch Tenorziffer 1 lit. c) wird der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) zur Vermeidung künftiger Verstöße gegen das Eisenbahnregulierungsgesetz gemäß Art. 56 Abs. 1 Abs. 1 lit. j) i. V. m. Abs. 9 RL 2012/34/EU bzw. – hilfsweise – gemäß § 67 Abs. 1 Satz 1 ERegG aufgegeben, künftig den wechselseitigen Abschluss von Darlehensverträgen zu unterlassen, sofern diese nicht das unter Beachtung der zuvor unter II.3.2.2.3 beschriebenen Vorgaben ermittelte individuelle Risikoprofil des betreffenden Unternehmens widerspiegeln.

Die Entscheidung zur Verpflichtung ergeht im Rahmen pflichtgemäßer Ermessensbetätigung. Soweit das Aufgreifermessen der Bundesnetzagentur nicht ohnehin durch die Beschwerde der Beschwerdeführerin gebunden ist,

vgl. OVG NRW, Beschluss vom 22.05.2020, Az. 13 B 1246/19, Rn. 15 (juris): „Das Antragsrecht des Zugangsberechtigten ergänzt damit auf der ersten Stufe das sog. „Aufgreifermessen“ der Regulierungsbehörde und verpflichtet diese im Fall eines Antrags eines Zugangsberechtigten zur Überprüfung der beanstandeten Regelung.“,

übt die Beschlusskammer das Aufgreifermessen dahingehend aus, dass sie auf die Beschwerde hin und von Amts wegen gegen die Vereinbarungspraxis von konzerninternen Darlehen vorgeht.

Das der Beschlusskammer weiterhin zustehende Entschließungs- und Auswahlermessen wurde ordnungsgemäß ausgeübt.

Gemäß § 40 VwVfG hat die Behörde ihr Ermessen entsprechend dem Zweck der gesetzlichen Ermächtigung auszuüben und die gesetzlichen Grenzen des Ermessens einzuhalten. Danach ist die Behörde gehalten, dass die zu treffende Entscheidung ihre Rechtfertigung in den Zwecken des Gesetzes und der vom Gesetzgeber gewollten Ordnung der Materie finden muss. Bei der Betätigung ihres Ermessens ist die Behörde verpflichtet, alle einschlägigen Tatsachen und sonstigen Gesichtspunkte mit dem ihnen bei objektiver Betrachtung zukommenden Gewicht in Ansatz zu bringen und abzuwägen.

Die Entscheidung der Beschlusskammer verfolgt einen legitimen Zweck (hierzu unter II.3.2.2.4.1). Sie ist darüber hinaus geeignet (hierzu unter II.3.2.2.4.2) und erforderlich (hierzu unter II.3.2.2.4.3) sowie verhältnismäßig im engeren Sinne (hierzu unter II.3.2.2.4.4).

#### **II.3.2.2.4.1 Legitimer Zweck**

Die Entscheidung der Beschlusskammer verfolgt einen legitimen Zweck. Dabei hat sich die Regulierungsbehörde bei ihren Entscheidungen grds. an den sich aus dem Regulierungsrecht, namentlich aus § 3 ERegG, ergebenden Zielen zu orientieren. Vorliegend verfolgt die Beschlusskammer mit der die Einhaltung der entflechtungsrechtlichen Vorgabe des § 8d Abs. 5 ERegG bezweckenden Anordnung insbesondere das Ziel der Wahrung der Interessen der Zugangsberechtigten auf dem Gebiet der Eisenbahnmärkte bei der Förderung und Sicherstellung eines wirksamen Wettbewerbs in den Eisenbahnmärkten (§ 3 Nr. 2 ERegG).

#### **II.3.2.2.4.2 Geeignetheit**

Die auf die Unterlassung des Abschlusses rechtswidriger Darlehen angelegte Anordnung nach Tenorziffer 1 lit. c) ist auch geeignet, den Verstoß gegen § 8d Abs. 5 ERegG wirksam für die Zukunft zu verhindern und hierdurch den angestrebten Zweck zu erreichen.

Insofern steht insbesondere aufgrund der in Abschnitt II.3.2.2.1 und dessen Unterabschnitten getroffenen Feststellungen zum generellen Vorgehen der Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) fest, dass bei unveränderter Fortführung des Verhaltens Verstöße gegen Eisenbahnregulierungsgesetz drohen. Durch die einzelnen unter II.3.2.2.3 aufgelisteten Prüfungspunkte ist die Anordnung auch hinreichend konkret, um die festgestellten Verstöße künftig zu vermeiden bzw. bestehende Verstöße zu beseitigen.

#### **II.3.2.2.4.3 Erforderlichkeit**

Die Unterlassungsverfügung ist auch erforderlich. Es sind keine gleichsam effektiv zur Zielerreichung geeigneten, aber mildereren Maßnahmen erkennbar.

So ist insbesondere nicht erkennbar geworden, dass die Beschwerdegegnerinnen eigenständig eine Anpassung ihres generellen Vorgehens vorgenommen hätten. Vielmehr haben die Beschwerdegegnerinnen im Laufe des gesamten Verfahrens und auch mit Blick auf die Ausführungen im Sachverständigengutachten deutlich gemacht, dass sie eine gänzlich andere Position betreffend die Ermittlung des individuellen Risikoprofils – und der darauf beruhenden Ermittlung des marktüblichen Zinssatzes – vertreten.

Die Beschlusskammer hat es demgegenüber im Rahmen des Auswahlermessens nicht als ausreichend angesehen, den Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) lediglich (wie durch die Tenorziffer 1 lit. a) und b) angeordnet) aufzugeben, die festgestellte Rechtswidrigkeit des näher untersuchten Darlehens und der bestehenden Darlehen zu beseitigen. Denn hierdurch wäre der insbesondere auch durch den Antrag der Beschwerdeführerin hervorgehobenen Gefahr weiterer Verstöße nicht begegnet worden. Für den zukünftigen Wettbewerb ist aber auch

diese Gefahr von besonderer Bedeutung. Wohl auch deswegen ist die Verhinderung künftiger Verstöße ausdrücklich Gegenstand des Beschwerdeantrags.

#### **II.3.2.2.4.4 Angemessenheit**

Die getroffene Anordnung ist auch angemessen. Sie steht nicht außer Verhältnis zum angestrebten Zweck.

Bei der Betrachtung zukünftiger Darlehen ist aufgrund der festgestellten systematischen Mängel bereits von vornherein nicht ersichtlich, inwiefern die Untersagung einer Ermittlung insoweit marktunüblicher Zinssätze außerhalb des verfolgten Zwecks stehen könnte. Die gegenteilige Auffassung würde letztlich akzeptieren, dass ein in ein VIU eingebundenes EVU zu Lasten des Wettbewerbs bzw. zum Nachteil von Wettbewerbern vor finanziellen Verlusten geschützt werden müsste. Dies würde den Zielen des Gesetzes erkennbar und diametral entgegenstehen. Letztlich ist in §§ 8d Abs. 5 und 80 Abs. 2 ERegG auch die Wertung des Gesetzgebers zu erkennen, dass für die Zukunft Darlehen ausgeschlossen sein sollen, die nicht unter Beachtung des individuellen Risikoprofils vereinbart wurden.

#### **II.3.2.2.5 Auskunftserteilung durch die Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) (Tenorziffer 2)**

Durch Tenorziffer 2 werden die Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) auf Grundlage von § 70 Abs. 1 Satz 3 i. V. m. Abs. 1 Satz 1 und Abs. 3 Nr. 2 ERegG, hilfsweise § 67 Abs. 4 ERegG, höchst hilfsweise § 67 Abs. 1 ERegG, verpflichtet, Auskunft über die Umsetzung der Verpflichtung nach Tenorziffer 1 lit. a) bis c) zu erteilen.

Die nach Tenorziffer 2 lit. a) und b) auferlegten Verpflichtungen bewegen sich im Rahmen der nach § 70 Abs. 1 Satz 3 ERegG eröffneten Rechtsfolgen.

Gemäß § 70 Abs. 1 ERegG ist die Regulierungsbehörde befugt, einen Betreiber der Schienenwege, einen Betreiber einer Serviceeinrichtung und die Eisenbahnverkehrsunternehmen zu prüfen, um festzustellen, ob die Bestimmungen zur Entflechtung, zur Verhinderung von Interessenkonflikten und zur finanziellen Transparenz nach den §§ 5 bis 8d und 12 ERegG eingehalten werden. Handelt es sich um vertikal integrierte Unternehmen, erstrecken sich diese Befugnisse auf alle rechtlichen Einheiten. Die Regulierungsbehörde ist befugt, von den Beteiligten die Auskünfte, Unterlagen und sonstigen Daten zu verlangen, die erforderlich sind, um die Überprüfung nach Satz 1 wirksam durchzuführen. Die Regulierungsbehörde ist insbesondere befugt, von dem Betreiber der Schienenwege, dem Betreiber einer Serviceeinrichtung sowie von sämtlichen Unternehmen oder sonstigen Stellen, die unterschiedliche Leistungen im Bereich des Schienenverkehrs oder des Infrastrukturbetriebs nach den §§ 7 und 12 erbringen oder in sich integrieren, die Vorlage der in Anlage 9 genannten Buchführungsdaten zu verlangen, soweit dies für die Überwachung erforderlich ist.

Gemäß Abs. 3 Nr. 2 betrifft die Überprüfung insbesondere auch Darlehen im Sinne des § 8d Abs. 5 und des § 80 Abs. 2 ERegG.

Dabei stellt § 70 Abs. 5 Satz 1 ERegG klar, dass die der Regulierungsbehörde zu erteilenden Auskünfte sämtliche Informationen umfassen, die diese in ihrer Eigenschaft als Beschwerdeinstanz und für die Überwachung des Wettbewerbs in den Schienenverkehrsmärkten benötigt. Die Regulierungsbehörde gemäß § 70 Abs. 5 Satz 3 ERegG kann Vorgaben bezüglich der Form der zu erteilenden Auskünfte machen.

Die Regulierungsbehörde kann mithin Auskünfte mitsamt allen Daten verlangen, die erforderlich sind, um die Überprüfung nach Satz 1 i. V. m. Abs. 3 Nr. 2 ERegG durchzuführen. Zugleich

gilt gemäß § 70 Abs. 6 ERegG u. a. die Vorschrift des § 67 Abs. 6 ERegG entsprechend. Nach dieser Norm sind die verlangten Auskünfte innerhalb eines von der Regulierungsbehörde festgesetzten angemessenen Zeitraums von höchstens einem Monat zu erteilen, es sei denn, es liegen außergewöhnliche Umstände vor und die Regulierungsbehörde stimmt einer Verlängerung von nicht mehr als zwei zusätzlichen Wochen zu.

Hilfsweise stützt die Beschlusskammer die Auskunftspflichtung auf § 67 Abs. 4 ERegG. Dem liegt die Erwägung zu Grunde, dass § 70 Abs. 1 ERegG mit Blick auf die Begründung des Entwurfs des „Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2016/2370 vom 14. Dezember 2016 zur Änderung der Richtlinie 2012/34/EU bezüglich der Öffnung des Marktes für inländische Schienenpersonenverkehrsdienste und der Verwaltung der Eisenbahninfrastruktur“ auch so verstanden werden könnte, dass es sich um eine reine Aufgabenbeschreibung der Regulierungsbehörde handelt und die Auskunftspflichten aus § 67 Abs. 4 ERegG folgten,

*„Eine wirksame Kontrolle ist hingegen durch die Regulierungsbehörde zu gewährleisten, weil diese durch die Befugnisse aus § 67 Abs. 4 ERegG die für den Nachweis der Verstöße notwendigen Informationen vom Betreiber der Schienenwege erlangen kann.“* vgl. BT-Drs. 157/19, S. 121.

Diese Begründung steht aus Sicht der Beschlusskammer in Konflikt mit dem Wortlaut der Norm, der konkret auf die Befugnis Bezug nimmt, Auskünfte, Unterlagen und sonstige Daten zu verlangen. Die Begründung setzt sich aber auch in Konflikt mit der Begründung des Entwurfs der Erstfassung von § 70 ERegG, die ausdrücklich ein eigenständiges Auskunftsrecht annimmt,

vgl. BT-Drs. 18/8334, S. 222.

Höchst hilfsweise stützt die Beschlusskammer die Auskunftspflichtung auf § 67 Abs. 1 ERegG. Dem liegt die Erwägung zu Grunde, dass die Auskunftspflichten aus § 70 ERegG und/oder § 67 Abs. 4 ERegG auf die verdachtsunabhängige Auskunftserteilung zugeschnitten und darauf limitiert sind. Die Rechtsprechung hat in diesem Zusammenhang bereits entschieden, dass § 67 Abs. 4 ERegG keine abschließende Spezialvorschrift zur Auskunftspflichtung darstellt, sondern im Gegenteil den Handlungsspielraum der Regulierungsbehörde erweitert. Für Fälle, in denen eine langfristige Kontrolle von Beschlussumsetzungen angestrebt wird, hat die Rechtsprechung § 67 Abs. 1 ERegG als Rechtsgrundlage angenommen,

VG Köln, Urteil vom 03.12.2023, Az. 18 K 3486/23, Rn. 158 ff. (juris).

Alle in Betracht kommenden Ermächtigungsgrundlagen sind in ihren Anforderungen und in der Struktur vergleichbar, so dass die Erwägungen zur Erfüllung des Tatbestandes und zum Ermessen übertragbar sind.

Das Aufgreifermessen übt die Beschlusskammer dahingehend aus, dass sie aufgrund der Feststellungen im Rahmen dieses Verfahrens – namentlich der Feststellung der Marktüblichkeit der Zinsen im Darlehensverhältnis zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) – eine Überprüfung der Einhaltung der Entflechtungsvorgaben bei bereits zum Beschlusszeitpunkt existierenden Darlehensverträgen und bei zukünftig noch abzuschließenden Darlehensverträgen anstrebt,

vgl. zum Ermessen betreffend den Überprüfungsbedarf: *Säcker/Steffensen*, in: Kühling/Otte, AEG/ERegG, 2020, § 70, Rn. 5.

Das der Beschlusskammer weiterhin zustehende Entschließungs- und Auswahlermessen wird ordnungsgemäß ausgeübt.

Gemäß § 40 VwVfG hat die Behörde ihr Ermessen entsprechend dem Zweck der gesetzlichen Ermächtigung auszuüben und die gesetzlichen Grenzen des Ermessens einzuhalten. Danach ist die Behörde gehalten, dass die zu treffende Entscheidung ihre Rechtfertigung in den Zwecken des Gesetzes und der vom Gesetzgeber gewollten Ordnung der Materie finden muss. Bei der Betätigung ihres Ermessens ist die Behörde verpflichtet, alle einschlägigen Tatsachen und sonstigen Gesichtspunkte mit dem ihnen bei objektiver Betrachtung zukommenden Gewicht in Ansatz zu bringen und abzuwägen.

Die Entscheidung der Beschlusskammer verfolgt einen legitimen Zweck (hierzu unter II.3.2.2.5.1). Sie ist darüber hinaus geeignet (hierzu unter II.3.2.2.5.2) und erforderlich (hierzu unter II.3.2.2.5.3) sowie verhältnismäßig im engeren Sinne (hierzu unter II.3.2.2.5.4).

#### **II.3.2.2.5.1 Legitimer Zweck**

Die in Tenorziffer 2 getroffenen Auskunftspflichten dienen der Überprüfung, inwieweit die Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) den ihnen unter Tenorziffer 1 lit. a) bis c) auferlegten Verpflichtungen nachgekommen sind. Sie dient vor dem Hintergrund des Beschwerdebegehrens und der Ermittlungen im Rahmen des hiesigen Verfahrens damit vor allem der Wahrung der Interessen der Zugangsberechtigten auf dem Gebiet der Eisenbahnmärkte bei der Förderung und Sicherstellung eines wirksamen Wettbewerbs in den Eisenbahnmärkten (§ 3 Nr. 2 ERegG).

#### **II.3.2.2.5.2 Geeignetheit**

Die getroffene Anordnung ist auch geeignet, den Zweck zu erreichen.

Durch die in Tenorziffer 2 lit. a) vorgegebene Auskunftserteilung bis zum 06.05.2024 soll sichergestellt werden, dass die Verpflichtung nach Tenorziffer 1 lit. a. möglichst schnell umgesetzt wird und die Beschlusskammer Kenntnis der Umsetzung erlangt. Hierzu ist die Auskunft geeignet, weil sie eine hinreichend kurze Frist (ein Monat zzgl. zwei Wochen) bietet und zugleich auch die inhaltlichen Änderungen mitzuteilen sind. Hierdurch ist die Beschlusskammer in der Lage, die Umsetzung von Tenorziffer 1 lit. a) zu bewerten.

Hinsichtlich der unter Tenorziffer 2 lit. b) vorgesehenen Auskunftserteilung bis zum 10.01.2025 für die Überprüfung von Bestandsdarlehen gilt im Grundsatz die gleiche Erwägung: Die Beschlusskammer benötigt eine möglichst zeitnahe Darstellung der Umsetzung der Vorgaben aus Tenorziffer 1 lit. b) und auch lit. c), soweit es um bis zum 31.12.2024 neu abgeschlossene Darlehen geht. Für die Bestandsdarlehen abseits des in diesem Verfahren begutachteten Darlehen ist die benötigte Informationsdichte jedoch höher. Die Frist zur Auskunftserteilung ist dabei auf die Umsetzungsfrist von Tenorziffer 1 lit. b) abgestimmt (mit etwas Nachlauf).

#### **II.3.2.2.5.3 Erforderlichkeit**

Die Anordnung zur Auskunftserteilung ist auch erforderlich.

Es ist nicht erkennbar, dass gleich wirksame, aber zugleich mildere Mittel zur Verfügung stünden, um eine zeitnahe Überprüfung der Darlehensbeziehungen (für Tenorziffer 1 lit b) und lit. c): nach Ablauf des 31.12.2024) durch die Beschlusskammer zu gewährleisten. Eine zeitnahe Überprüfung ist aber vor allem aus wettbewerblicher Sicht bedeutsam.

Die Beschlusskammer hat dabei insbesondere auch davon abgesehen, von der ihr – wenn gleich nicht nach dem nationalen, so doch nach Art. 56 Abs. 12 Satz 1 RL 2012/34/EU – zustehenden Möglichkeit der Einleitung externer Kontrollen Gebrauch zu machen.

Für Tenorziffer 1 lit. a) liegen alle Informationen vor, so dass eine umgehende Anpassung und mithin eine zeitnahe Auskunft möglich – und zum Schutz des Wettbewerbs erforderlich – ist. Durch die in Tenorziffer 1 lit. b). angelegte und lang gehaltene Frist zur Bewertung und Anpassung bereits bestehender Darlehen wird bereits hinreichend Rücksicht auf die Belange der Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) genommen. Die bloße Mitteilung der Ergebnisse sollte in der Folge binnen einer Woche leistbar sein. Es ist insofern nicht erkennbar, dass eine längere Frist erforderlich wäre. Die Fristsetzung für Tenorziffer 1 lit c) ist erforderlich, um eine Überprüfung der in 2024 neu abgeschlossenen Darlehen zu gewährleisten. Die Beschlusskammer behält sich vor, für nach dem 31.12.2024 abgeschlossene Darlehen erneut Auskünfte zu verlangen.

#### **II.3.2.2.5.4 Angemessenheit**

Die Auskunftsanordnungen sind hinsichtlich ihres Inhalts und hinsichtlich ihrer Frist auch angemessen. Sie stehen nicht außer Verhältnis zum angestrebten Zweck.

Dabei ist mit Blick auf den Inhalt zunächst festzustellen, dass die Verpflichtungen zur Auskunftserteilung lediglich der Ergänzung der nach Tenorziffer 1 lit. a) bis c) ohnehin vorzunehmenden Anpassung bzw. Überprüfung dient. Insofern geht sie in ihren Forderungen gegenüber den Beschwerdegegnerinnen nur unwesentlich über das hinaus, was ohnehin von diesen zu leisten wäre. Durch die offene Formulierung wird zudem sichergestellt, dass die Beschwerdeführerinnen eine gewisse Formfreiheit bei der Mitteilung ihrer Prüfergebnisse erhalten. Insofern dient die Anlage 1 zu diesem Beschluss im Wesentlichen als Hilfestellung für eine vereinfachte Mitteilung des Prüfergebnisses unter Wahrung der Vorgaben aus Tenorziffer 1 lit. b).

Die Wahl der Frist bis zum 06.05.2024 für das konkret untersuchte Darlehen und die etwa einwöchige Mitteilungsfrist nach dem 31.12.2024 sind auch angemessen im Sinne von § 70 Abs. 6 ERegG i. V. m. § 67 Abs. 6 ERegG in entsprechender Anwendung. Danach sind die von der Regulierungsbehörde verlangten Auskünfte innerhalb eines von der Regulierungsbehörde festgesetzten angemessenen Zeitraums von höchstens einem Monat zu erteilen, es sei denn, es liegen außergewöhnliche Umstände vor und die Regulierungsbehörde stimmt einer Verlängerung von nicht mehr als zwei zusätzlichen Wochen zu.

Für das konkret untersuchte Darlehen (Tenorziffer 1 lit. a)) hat die Beschlusskammer die Zwangsgeldandrohung an den 03.05.2024 geknüpft (vgl. hierzu Tenorziffer 3 lit. a)). Bis zu diesem Zeitpunkt muss das Darlehen mithin zur Vermeidung von Zwangsmitteln umgestellt sein. Die Verpflichtung zur Auskunftserteilung knüpft hieran an und verlangt – gemessen an diesem Zeitpunkt – eine kurzfristige Auskunft.

Für die Bestandsdarlehen im Sinne von Tenorziffer 1 lit. b) ist die Umsetzung auf den 31.12.2024 terminiert. Die Auskunftsverpflichtung schließt auch hieran an und fordert eine Auskunft innerhalb von zehn Tagen im Anschluss hieran. Diese Frist gilt analog auch für neu abgeschlossene Darlehen.

Die Fristen sind jeweils angemessen, da nur Informationen zu bereits unternommenen Maßnahmen zu erteilen sind. Diese Informationen können bereits im Rahmen der Umsetzung der Tenorziffern 1 lit. a) bis c) erhoben werden und müssen im Anschluss nur noch zusammengestellt werden.

Höchst hilfsweise stellt die Beschlussklammer klar, dass die Fristen auch angemessen wären, wenn § 70 Abs. 6 ERegG i. V. m. § 67 Abs. 6 ERegG auf den vorliegenden Fall nicht anwendbar wäre, sondern insbesondere alleine auf § 67 Abs. 1 ERegG abzustellen wäre. Denn die Frist stellt sicher, dass die Beschwerdegegnerin mit kurzem Nachlauf zu den Umsetzungsfristen über die getroffenen Maßnahmen informiert, so dass die getroffenen Maßnahmen überprüft werden können.

#### **II.3.2.2.6 Zwangsgeldandrohungen (Tenorziffer 3)**

Mit Tenorziffer 3 werden den Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) jeweils gesamtschuldnerisch Zwangsgelder gemäß §§ 6 Abs. 1, 9 Abs. 1 lit. b), 11 Abs. 1 und § 13 Abs. 1 VwVG i. V. m. § 67 Abs. 1 Satz 2 ERegG für den Fall angedroht, dass diese den Verpflichtungen nach Tenorziffer 1 lit. a) bzw. 2 lit. a) oder lit. b) nicht nachkommen.

Verwaltungsakte, die auf die Vornahme einer Handlung (Tenorziffer 2) oder auf Unterlassung (Tenorziffer 1) gerichtet sind, können gemäß § 6 Abs. 1 VwVG mit Zwangsmitteln durchgesetzt werden, wenn – wie im vorliegenden Fall gemäß § 77a Abs. 1 ERegG geregelt – dem Rechtsmittel keine aufschiebende Wirkung beigelegt ist.

Als Zwangsmittel kommen grundsätzlich gemäß § 9 VwVG Ersatzvornahme, Zwangsgeld und unmittelbarer Zwang in Betracht. Kann eine Handlung – wie vorliegend bei Tenorziffer 2 der Fall – durch einen anderen nicht vorgenommen werden, so kann der Pflichtige gemäß § 11 Abs. 1 VwVG zur Vornahme der Handlung durch ein Zwangsgeld angehalten werden. Im Fall einer Unterlassung (Tenorziffer 1) ist das Zwangsgeld gemäß § 11 Abs. 2 VwVG auch zulässig, wenn der Pflichtige der Unterlassungsverpflichtung zuwiderhandelt.

Die Notwendigkeit der schriftlichen Androhung von Zwangsmitteln folgt aus § 13 Abs. 1 Satz 1 VwVG. Sie bezieht sich auf ein bestimmtes Zwangsmittel im Sinne des § 13 Abs. 3 Satz 1 VwVG, nämlich das Zwangsgeld. Es betrifft vorliegend den Fall, dass die Beschwerdegegnerin zu 1) bzw. die Beschwerdegegnerin zu 3) den in Tenorziffern 1 lit. a) und 2 lit. a) bzw. lit. b) angeordneten Verpflichtungen nicht binnen einer jeweils bestimmten Frist nachkommt. Die Androhung eines Zwangsmittels soll mit dem Verwaltungsakt verbunden werden, wenn der sofortige Vollzug angeordnet ist oder – wie hier – den Rechtsmitteln keine aufschiebende Wirkung beigelegt ist, § 13 Abs. 2 Satz 2 VwVG.

Der Betrag des Zwangsgeldes wird gemäß § 13 Abs. 5 VwVG in bestimmter Höhe angedroht.

Die Höhe des angedrohten Zwangsgeldes ist auch jeweils angemessen. Gemäß § 67 Abs. 1 Satz 2 ERegG kann die Bundesnetzagentur im Fall der Vollstreckung ihrer Anordnungen abweichend von § 11 Abs. 3 VwVG ein Zwangsgeld von bis zu 500.000 Euro festsetzen. Die angedrohten Zwangsgelder bewegen sich jeweils deutlich unterhalb dieser Höchstgrenze.

Die Höhe des Zwangsgeldes orientiert sich dabei mit Blick auf die in Bezug genommenen Verpflichtungen nach Tenorziffer 1 lit. a) und 2 lit. a) bzw. lit. b) zum einen an der Bedeutung, die die Vereinbarung marktunüblicher Zinssätze für den Wettbewerb hat und zum anderen an der Bedeutung einer zeitnahen Kontrolle bestehender Darlehensverträge auf ihre Rechtmäßigkeit hin. Die Wahrung der Interessen der Zugangsberechtigten auf dem Gebiet der Eisenbahnmärkte bei der Förderung und Sicherstellung eines wirksamen Wettbewerbs in den Eisenbahnmärkten stellt gemäß § 3 Nr. 2 ERegG ein grundsätzlich bedeutsames Ziel zur Wahrung eines diskriminierungsfreien Eisenbahnmarktes dar. Die getroffene Zwangsgeldhöhe ist jeweils geeignet, diesem Interesse hinreichend Rechnung zu tragen. Insofern ist zu präzisieren, dass der Anordnung nach Tenorziffer 1 lit. a) mit Blick auf die Höhe des Zwangsgeldes

deshalb eine höhere Gewichtung beigemessen wurde, weil hier der Verstoß des konkret betrachteten Darlehens gegen § 8d Abs. 5 ERegG bereits nachgewiesen wurde und daher der Unterlassungsanordnung durch ein höheres Zwangsgeld (300.000 EUR) Nachdruck verliehen werden soll.

Demgegenüber beschränkt sich die Anordnung nach Tenorziffer 2 in beiden Fallgestaltungen auf eine Auskunftspflicht. Dabei kommt Tenorziffer 2 lit. a) die Funktion zu, die Beschlusskammer in die Lage zu versetzen, die Umsetzung von Tenorziffer 1 lit. a) zu überprüfen. Die Befolgung der Auskunftspflicht in Tenorziffer knüpft mithin an die Bedeutung marktüblicher Zinssätze an, hat aber einen nicht zu vernachlässigenden eigenen Wert zu Sicherstellung der Überprüfungsmöglichkeit der Umsetzung der Vorgaben der Regulierungsbehörde. Ähnlich verhält es sich mit dem für die Nichtumsetzung von Tenorziffer 2 lit. b) angedrohten Zwangsgeld. Auch hier besteht der Wert der Umsetzung von Tenorziffer 2 lit. b) in der Schaffung einer Überprüfungsmöglichkeit und nicht in der Sanktion einer gegen das Eisenbahnrecht verstoßenden Handlung. Aus diesem Grund liegt das Zwangsgeld in beiden Fällen mit 50.000 EUR deutlich unter demjenigen, welches in Tenorziffer 3 lit. a) veranschlagt wurde. Das Zwangsgeld war jedoch trotz des Bezugs zu einer reinen Auskunftspflicht nicht geringer einzustufen, da auch die Auskunft eine gesteigerte Bedeutung für den Markt hat und diese auch mittelbar sicherstellen soll, dass die Beschwerdegegnerinnen ihrer Verpflichtung zur alsbaldigen Anpassung bzw. Beendigung von Darlehen nach Tenorziffer 1 lit. b) sowie den Verpflichtungen nach Tenorziffer 1 lit. c) bei Abschluss neuer Darlehen – sofern erforderlich – nachkommen.

Die Zwangsgeldandrohung erfolgt jeweils gesamtschuldnerisch, weil die Beschwerdeführerinnen zu 1) und 3) den gefassten Beschluss gemeinschaftlich umsetzen müssen. Das angeordnete Zwangsgeld ist hierfür aber nicht bezogen auf beide Adressaten mehrfach kumulierend anzudrohen.

Die im Rahmen der Androhung gesetzten Fristen sind ebenfalls jeweils angemessen im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 2 VwVG.

Durch die in Tenorziffer 3 lit. a) enthaltene Frist bis zum 03.05.2024 wird den Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) hinreichend Zeit zur Anpassung des im hiesigen Verfahren konkret untersuchten Darlehens gewährt.

Die Fristen aus Tenorziffer 3 lit. b) ergeben sich aus den in Tenorziffer 2 lit. a) bzw. b) jeweils enthaltenen Frist zur Auskunftserteilung. Sie nehmen angemessene Rücksicht darauf, dass die Beschwerdegegnerinnen zu 1) und 3) angehalten sind, die Fortführung des im Verfahren bewerteten Darlehens nach Tenorziffer 1 lit. a) zeitnah zu unterlassen und die derzeit laufenden Darlehensbeziehungen nach Tenorziffer 1 lit. b) einer Prüfung auf ihre Rechtskonformität hin zu unterziehen und anhand dieses Ergebnisses über Fortführung ohne bzw. mit Anpassung zu entscheiden sowie – und hieran knüpft die Zwangsgeldandrohung an – der Beschlusskammer das Ergebnis nach Tenorziffer 2 lit. a) bzw. lit. b) mitzuteilen.

### **II.3.2.3 Unbegründetheit der Beschwerde bzgl. der zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) vereinbarten Cash-Pool-Konditionen zum 01.08.2022**

Der Beschwerdeantrag zu 2) ist unbegründet und daher abzulehnen. Der Beschwerdeantrag zu 3) ist teilweise, nämlich soweit er sich auf Cash-Pool-Ausleihungen bezieht, ebenfalls unbegründet und daher abzulehnen.

Die Beschwerdeanträge sind gemäß Art. 56 Abs. 1 Abs. 1 lit. j) i. V. m. Abs. 9 RL 2012/34/EU bzw. – hilfsweise – gemäß § 67 Abs. 1 Satz 1 ERegG (teilweise) unbegründet, weil die Konditionen des zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) vereinbarten Bedingungen des Cash-Poolings nicht gegen das Eisenbahnregulierungsgesetz verstoßen.

Insbesondere verstoßen die Konditionen des Cash-Poolings zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) nicht gegen § 8d Abs. 5 ERegG.

Hierzu ist zunächst festzuhalten, dass die Ermittlung von Marktsätzen innerhalb eines Cash-Poolings grundsätzlich am Maßstab des § 8d Abs. 5 ERegG zu messen ist (hierzu unter II.3.2.3.1).

Der von der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) vereinbarte Zinssatz von [REDACTED] über dem risikoarmen Zinssatz Euro Short Term Rate (€STR) liegt innerhalb der Bandbreite möglicher Marktsätze, die das individuelle Risikoprofil der Beschwerdegegnerin zu 3) widerspiegeln (hierzu unter II.3.2.3.2).

### **II.3.2.3.1 Anwendbarkeit des § 8d Abs. 5 ERegG auf Cash-Pool-Verhältnisse**

§ 8d Abs. 5 ERegG ist auf das hier zu betrachtende Cash-Pool-Verhältnis zwischen Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) uneingeschränkt anwendbar. In Ergänzung zu den Ausführungen unter II.3.2.2.1.1, die hier sinngemäß ebenfalls gelten, ist lediglich klarzustellen, dass auch Cash-Pool-Aus- bzw. Einzahlungen nach ganz h. M. als Darlehensverhältnisse anzusehen sind<sup>43</sup>,

vgl. *Holzborn*, in *Holzborn/v. Vietinghoff*, Haftung und Insolvenz im GmbH-Recht, 1. Auflage, B. Haftung des Gesellschafters, Abschnitt III.3 Cash-Pools als Darlehensvergaben im Konzern, Rn. 259.

Anders als bei typischen Darlehensverhältnissen kann im Cash-Pool die Rolle von Darlehensnehmerin und Darlehensgeberin je nach Saldo wechseln. Die vorliegende Form des verwalteten Cash-Pools führt gleichwohl dazu, dass die Darlehensverhältnisse immer zwischen Cash-Pool-Leiter (Beschwerdegegnerin zu 1)) und Cash-Pool-Teilnehmer (u.a. Beschwerdegegnerin zu 3)) zu Stande kommen,

vgl. Ausführungen im Privatgutachten, S. 12: „DB AG fungiert als Cash-Pool-Leader ("CPL") des Cash-Pools auf Konzernebene, an dem die DB-Konzerngesellschaften als Cash-Pool-Teilnehmer ("CPT") teilnehmen. Infolgedessen finden zwischen CPL und den CPTs Cash-Pool-Transaktionen statt, die die Zahlung von Habenzinsen durch den CPL auf Cash-Pool-Einlagen der CPTs sowie den Erhalt von Sollzinsen durch den CPL auf Cash-Pool-Ausleihungen der CPTs beinhalten“.

Zu den in diesem Zusammenhang ebenfalls anwendbaren Grundsätzen des Fremdvergleichs wird auf die Ausführungen unter II.3.2.2.1.2 verwiesen.

Unerheblich für die Anwendbarkeit von § 8d Abs. 5 ERegG ist zudem der Umstand, dass die Beschwerdegegnerin zu 4) nach den Angaben der Betroffenen als Nettokreditnehmerin im Cash-Pool auftritt und damit – saldiert – keine Darlehen an konzernverbundene Unternehmen

---

<sup>43</sup> Sofern in diesem Abschnitt demnach von „Darlehen“ die Rede ist, sind hiermit auch Cash-Pool-Darlehen gemeint.

ausgibt. Zunächst ist eine Darlehensvergabe durch die Beschwerdegegnerin zu 4) an EVU innerhalb eines VIU nicht per se verboten (vgl. hierzu bereits umfangreich die Ausführungen unter II.3.2.2.1.1). Zudem ist die hieran anknüpfende Frage einer möglichen Quersubventionierung von EVU durch EIU – obgleich ohnehin nicht ausgeschlossen wäre, dass das Gesetz seinem Zweck nach nicht auch eine Beeinflussung durch Quersubventionierung des Infrastrukturbereichs durch den EVU-Bereich kritisch sehen würde – bereits kein Tatbestandsmerkmal des § 8d Abs. 5 ERegG. Sofern es demnach letzten Endes nur noch darauf ankommt, ob das Darlehen zu Marktsätzen und –bedingungen gewährt, ausgezahlt und bedient wird, ist nichts dafür ersichtlich, weshalb § 8d Abs. 5 ERegG nicht auch auf dieses Verhältnis Anwendung finden sollte.

#### **II.3.2.3.2 Vereinbarter Zins liegt innerhalb der Bandbreite marktüblicher Zinsen**

Der von der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) vereinbarte Zinssatz von €STR [REDACTED] liegt innerhalb der Bandbreite möglicher Marktsätze, die das individuelle Risikoprofil der Beschwerdegegnerin zu 3) widerspiegeln. Die Bandbreite möglicher Marktsätze, die das individuelle Risikoprofil der Beschwerdegegnerin zu 3) widerspiegeln, liegt zwischen €STR [REDACTED]

Die Bandbreite möglicher Marktsätze stützt sich auf das per Beweisbeschluss vom 15.07.2022 seitens der Beschlusskammer in Auftrag gegebene und am 19.12.2022 erstattete Sachverständigengutachten nebst den auf Anforderung der Beschlusskammer getätigten ergänzenden Ausführungen der Sachverständigen vom 24.07.2023.

Die Ergebnisse des Gutachtens sind zunächst hinsichtlich der Bewertung des individuellen Risikoprofils der Beschwerdegegnerin zu 3) nachvollziehbar (hierzu unter II.3.2.3.2.1). Die Ergebnisse des Gutachtens sind ferner auch hinsichtlich der aus dem individuellen Risikoprofil abgeleiteten marktüblichen Zinsbandbreite (hierzu unter II.3.2.3.2.2) grundsätzlich nachvollziehbar. Diesbezüglich gelingt es dem Vortrag der Beschwerdegegnerinnen jedoch, das Ergebnis zum Teil durchgreifend in Frage zu stellen (hierzu unter II.3.2.3.2.3). Hieraus ergibt sich eine im Vergleich zum Ergebnis des Sachverständigengutachtens veränderte Spanne marktüblicher Zinssätze (hierzu unter II.3.2.3.2.4).

#### **II.3.2.3.2.1 Feststellungen der Sachverständigen zum individuellen Risikoprofil der Beschwerdegegnerin zu 3)**

Das individuelle Risikoprofil der Beschwerdegegnerin zu 3) ist laut Sachverständigengutachten, sofern es Cash-Pool-Ausleihungen zum 01.08.2022 betrifft, mit der Ratingnote **Baa2** zu bewerten.

Zur methodischen Vorgehensweise zur Ermittlung des individuellen Risikoprofils im Sachverständigengutachten wird im Wesentlichen auf die Ausführungen unter II.3.2.2.1.4.1 nebst Unterabschnitten verwiesen. Mit Blick auf die dort enthaltenen Ausführungen zur Ermittlung des Emittentenratings (unter II.3.2.2.1.4.1.3) ist zur Klarstellung anzuführen, dass das Sachverständigengutachten im Falle der kurzfristigen Cash-Pool-Ausleihungen davon ausgeht, dass dem zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) bestehenden EAV eine garantieähnliche Wirkung zukommt.

Durch diesen Umstand wird das im Sachverständigengutachten für die Beschwerdegegnerin zu 3) für 2022 angenommene BCA der Note **B3 bis Caa1** auf die Ratingnote des entflochtenen Konzerns im Jahr 2022 [REDACTED] angehoben.

### II.3.2.3.2.2 Feststellungen des Sachverständigen zur Ermittlung der marktüblichen Zinsbandbreite

Laut Sachverständigengutachten ist zum 01.08.2022 von einer marktüblichen Zinsbandbreite von **€STR + 0,65% bis +0,80%** für Cash-Pool-Ausleihungen der Beschwerdegegnerin zu 3) auszugehen. Dem Ergebnis für die Beschwerdegegnerin zu 3) (hierzu unter II.3.2.3.2.2.2) liegt folgende Methodik (hierzu unter II.3.2.3.2.2.1) zugrunde.

#### II.3.2.3.2.2.1 Im Sachverständigengutachten angewandte Methodik

Für die Ermittlung der marktüblichen Zinsbandbreite greift das Sachverständigengutachten auf eine Kombination aus internen und externen Preisvergleichen zurück. Für Konzerngesellschaften, welche dasselbe empfohlene Rating wie die Beschwerdegegnerin im Außenverhältnis aufweisen (im Gutachten: **Aa2**), werden externe Konditionen der Beschwerdegegnerin zu 1) herangezogen. Für Konzerngesellschaften mit einem Rating **unterhalb von Aa2** werden die Zinssätze aus der Summe der Sollzinsmarge für kurzfristige Ausleihungen der Beschwerdegegnerin zu 1) bei ihrer externen Bank (interne Preisvergleichsmethode) und der Differenz von am Markt vorzufindenden kurzfristigen Anleiherenditen für Anleihen mit dem empfohlenen Rating der Konzerngesellschaft und Anleihen mit dem Rating **Aa2** (partielle externe Preisvergleichsmethode) gebildet.

Für den externen Preisvergleich greift das Sachverständigengutachten auf Zinsstrukturkurvenindizes „EUR Europe Non-Financials BVAL Yield Curve“ von BVAL Bloomberg zurück. Diese enthalten in Euro notierte Anleihen, die von Nicht-Finanzunternehmen emittiert werden, und unterscheiden zusätzlich nach den Renditetreibern Kreditrating und Restlaufzeit.

Für Konzerngesellschaften mit einem Rating **schlechter als Aa2** wird die zusätzliche Risikoprämie im Sachverständigengutachten anhand von Anleihen mit einer Laufzeit zwischen sechs und zwölf Monaten bestimmt.

Für die Verprobung der Cash-Pool-Konditionen werden Betrachtungszeiträume von einem Tag bis einem Monat vor dem Stichtag herangezogen.

Für Konzerngesellschaften mit einem **schlechteren Rating als Aa2** werden damit die Renditedifferenzen zunächst auf Grundlage der Zinsstrukturkurvenindizes mit Restlaufzeiten von sechs und zwölf Monaten jeweils für die beiden Betrachtungszeiträume bis einen Tag und bis einen Monat vor dem Stichtag 01.08.2022 berechnet. Anschließend werden diese zur Sollzinsmarge von 0,25%, welche die Beschwerdegegnerin zu 1) bei der externen Bank erhält, hinzuaddiert, um die empfohlenen Sollzinss margins dieser Gesellschaften zu erhalten

Auf Grundlage der möglichen ermittelten Sollzinss margins werden für die beiden Betrachtungszeiträume und Restlaufzeiten zunächst die Zinsbandbreiten zur Verprobung der Sollzinss margins der DB Treasury ermittelt. Dabei wird für die Ratings **■ ■ ■ ■ ■ Baa2** folgendermaßen vorgegangen:

- Berechnung Untergrenze Sollzinss marge: kleinster Wert der Renditedifferenz beider Betrachtungszeiträume und beider Restlaufzeiten
- Berechnung Obergrenze Sollzinss marge: größter Wert der Renditedifferenz beider Betrachtungszeiträume und beider Restlaufzeiten

Für Ratings innerhalb der **■ ■ ■ ■ ■** geht das Sachverständigengutachten **■ ■ ■ ■ ■** analog zur Ermittlung der Zinsbandbreiten für die Darlehensverzinsung wie folgt vor:

- Berechnung Untergrenze Sollzinsmarge: kleinster Wert der Renditedifferenz beider Betrachtungszeiträume und beider Restlaufzeiten der Ratingklasse [REDACTED]
- Berechnung Obergrenze Sollzinsmarge: größter Wert der Renditedifferenz beider Betrachtungszeiträume und beider Restlaufzeiten zwischen der [REDACTED] und [REDACTED]

#### **II.3.2.3.2.2 Ermittelte Zinsbandbreite für die Beschwerdegegnerin zu 3)**

Die für die Beschwerdegegnerin zu 3) (**Baa2**, unterhalb des extern ermittelten und gemittelten Konzernratings) zum 01.08.2022 ermittelte Zinsbandbreite von **€STR + 0,65% bis +0,80%** setzt sich zusammen aus einer aus dem kleinsten Wert der Betrachtungszeiträume und der Restlaufzeiten ermittelten Untergrenze sowie einer aus dem größten Wert der Betrachtungszeiträume und Restlaufzeiten abgeleiteten Obergrenze.

#### **II.3.2.3.2.3 Vortrag der Betroffenen**

Der Vortrag der Betroffenen ist in Bezug auf das hier zu betrachtende Cash-Pool-Verhältnis zum 01.08.2022 geeignet, das Ergebnis des Sachverständigengutachtens durchgreifend in Frage zu stellen.

Wegen der inhaltlichen Überschneidungen bzw. der eher grundsätzlich von Seiten der Betroffenen erhobenen Kritik (etwa an der Ermittlung des jeweiligen Ratings eines bestimmten Unternehmens oder an der Ermittlung von Zinsbandbreiten anhand von Anleihen-Indizes) kann im Wesentlichen auf die Ausführungen der Beschlusskammer unter II.3.2.2.1.4 verwiesen werden, die hier sinngemäß ebenfalls gelten.

In Bezug auf die spezielle Kritik der Betroffenen hinsichtlich der angeblich fehlenden Berücksichtigung von Planzahlen für das Jahr 2022 (vgl. auch II.3.2.2.1.4.2.3.2) ist bei Betrachtung des hier relevanten Zeitpunktes (01.08.2022) zu betonen, dass, sofern solche Prognosedaten bereits zu dem aus der Perspektive eines fiktiven externen Geschäftspartners allein maßgeblichen Zeitpunkt (sprich: 01.08.2022) vorgelegen hätten – wogegen bereits spricht, dass diese nicht nach Anfrage der Sachverständigen vom 15.08.2022 geliefert wurden –, es angesichts der insofern eindeutigen Abfrage der Sachverständigen Sache der Betroffenen gewesen wäre, zur Ermittlung beizutragen und die entsprechenden Werte – vor Abschluss des Gutachtens – zu übermitteln.

Sofern im Privatgutachten zudem für die Ermittlung des marktüblichen Zinssatzes bei Cash-Pool-Ausleihungen ein Betrachtungszeitraum von drei Monaten vor dem Stichtag herangezogen wird, ist diese Herangehensweise nicht geeignet, die Zinsermittlung des Sachverständigengutachtens in Frage zu stellen. Das Sachverständigengutachten legt insofern zur Überzeugung der Beschlusskammer schlüssig dar, dass eine Ausdehnung des Betrachtungszeitraums zu Ergebnissen führen würde, die sich nicht mehr auf den maßgeblichen Zeitpunkt der Cash-Pool-Ausleiher beziehen und daher für diesen Zeitpunkt (möglicherweise) nicht als repräsentativ bzw. marktüblich anzusehen wären. Anhand der im Gutachten vorgenommenen Prüfung wird sichtbar, dass gerade bei Betrachtung der hiesigen Zeiträume enorme Differenzen zwischen Zinssätzen entstehen können. So zeigt das Sachverständigengutachten etwa folgende Zinssprünge auf:

Ratingklasse	Restlaufzeit	1 Tag <sup>44</sup>	1 Monat	3 Monate	Veränderung - 3 Monate zu 1 Monat
Aa1, Aa2, Aa3	6 Monate	0,21	0,21 <sup>45</sup>	0,05	Faktor 4,2
	12 Monate	0,54	0,67	0,50	Faktor 1,3
A1, A2, A3	6 Monate	0,44	0,41	0,15	Faktor 2,7
	12 Monate	0,80	0,91	0,67	Faktor 1,4
Baa1	6 Monate	0,67	0,62	0,30	Faktor 2,1
	12 Monate	1,04	1,15	0,86	Faktor 1,3
Baa2	6 Monate	0,66	0,62	0,34	Faktor 1,8
	12 Monate	1,09	1,20	0,90	Faktor 1,3

**Tabelle 21 - Darstellung Zinssprünge (Quelle: Sachverständigengutachte, S. 154, Tabelle 55; Anpassungen und Ergänzungen durch BNetzA)**

Der Vortrag der Betroffenen vermag das Ergebnis des Sachverständigengutachtens jedoch in Zweifel zu ziehen, sofern dieses Ergebnis auf der Annahme beruht, dass der Beschwerdegegnerin zu 1) keine Anhebung des Emittentenratings durch den Staatsrückhalt zugutekommt. Es ist – entgegen der finalen Einschätzung im Sachverständigengutachten – davon auszugehen, dass die Beschwerdegegnerin zu 1) jedenfalls von einem moderaten Staatsrückhalt profitieren würde (vgl. hierzu bereits II.3.2.2.1.4.2.2.3). Diese mögliche Anhebung des Ratings ist im Fall der Cash-Pool-Beziehung zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) – anders als im Fall des Darlehens (vgl. hierzu II.3.2.2.1.4.2.4.2, Abschnitt (3)) – auch von Relevanz. Denn anders als bei der Darlehensbeziehung kann nach dem Sachverständigengutachten bei der Betrachtung von Cash-Pool-Beziehungen von einer garantieähnlichen Wirkung des EAV und demnach von einer Ratingsubstitution ausgegangen werden (vgl. hierzu II.3.2.3.2.1). Mangels entsprechender Berücksichtigung im Sachverständigengutachten ist nicht nachgewiesen, dass der zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 3) zum 01.08.2022 vereinbarte Zinssatz nicht marktüblich ist. Demgegenüber kann anhand der weiteren Feststellungen des Sachverständigengutachtens von einer Marktüblichkeit des Zinssatzes ausgegangen werden (hierzu unter II.3.2.3.2.4)

#### II.3.2.3.2.4 Ermittlung des tatsächlich anzunehmenden marktüblichen Zinssatzes

Aufgrund der weitergehenden Ausführungen des Sachverständigengutachtens, insbesondere aufgrund der Darlegung der zum 01.08.2022 geltenden Zinssätze für DB Tochtergesellschaften mit ausgewählten Ratings,

vgl. Sachverständigengutachten, S. 116, Tabelle 36,

kann abgeleitet werden, dass sich der marktübliche Zinssatz (auch) für die Beschwerdegegnerin zu 3) jedenfalls in einem Bereich zwischen [REDACTED] verorten ließe. Dieser Annahme liegt eine durch den Staatsrückhalt der Beschwerdegegnerin zu 1) und den EAV an die Beschwerdegegnerin zu 3) vermittelte Ratinganhebung von bis zu drei Notches zugrunde, ohne dass es angesichts der im Sachverständigengutachten angewandten Methodik erforderlich wäre zu präzisieren, zu welcher Anhebung der Staatsrückhalt konkret führen würde. Ein Anstieg von einer bis drei Notches würde nämlich zu einer Verortung des Ratings der Beschwerdegegnerin zu 3) im [REDACTED] führen. Da innerhalb des [REDACTED] bei der Zinsfindung laut Sachverständigengutachten nicht nach Notches differenziert wird, kommen laut Methodik des Sachverständigengutachtens als niedrigster Wert [REDACTED] (niedrigster Wert aus der Zeile [REDACTED] und als höchster Wert [REDACTED] (höchster Wert aus der Zeile [REDACTED] in Betracht.

<sup>44</sup> Aufgrund des Wochenendes: 29.07.2022.

<sup>45</sup> Abweichungen oberhalb einer Verdopplung des Zinssatzes (3 Monate zu 1 Monat) grau hinterlegt.

### **II.3.2.4 Unbegründetheit betreffend die Untersagung eines Ausgleichs aufgrund von Nichtigkeit des EAV**

Die Beschwerde ist unbegründet und daher abzulehnen, soweit sie sich auf eine Verpflichtung der Beschwerdegegnerin zu 1) bezieht, es zu unterlassen, die Verluste der Beschwerdegegnerin zu 3) aufgrund des bestehenden EAV auszugleichen, weil dieser wegen des Verstoßes gegen § 8d Abs. 5 ERegG gem. § 134 BGB nichtig sei (Beschwerdeantrag zu 4).

Die Existenz eines EAV und der damit verbundene Ausgleichsmechanismus verstoßen nicht *per se* gegen regulierungsrechtliche Vorgaben. Ein Verstoß ergibt sich zunächst nicht unmittelbar aus § 8d Abs. 5 ERegG (hierzu unter II.3.2.4.1). Auch andere Vorgaben des Regulierungsrechts im engeren Sinne, namentlich die Gewinnverwendungsvorschriften, führen vorliegend nicht zur Annahme der Nichtigkeit des EAV (hierzu unter II.3.2.4.2). Schlussendlich sind beihilferechtliche Beschränkungen betreffend den EAV der Beurteilung durch die Regulierungsbehörde entzogen (hierzu unter II.3.2.4.3).

#### **II.3.2.4.1 § 8d Abs. 5 ERegG**

Die Existenz eines EAV und der damit verbundene Ausgleichsmechanismus stellen *per se* noch keinen Verstoß gegen die Vorgabe des § 8d Abs. 5 ERegG selbst dar. Danach besteht die wesentliche Vorgabe des Entflechtungsrechts betreffend Darlehensbeziehungen innerhalb eines VIU darin, anzuordnen, dass diese Darlehensbeziehungen der Anforderung der Marktüblichkeit hinsichtlich Gewährung, Auszahlung und Bedienung genügen müssen. Diese Prüfung ist Kern des hiesigen Verfahrens. Über die Bedingung der Marktüblichkeit hinaus stellt § 8d Abs. 5 ERegG aber keine weiteren Bedingungen auf, die erfüllt werden müssten. Allein die Effekte vertikaler Integration sind (insb. aus gesetzessystematischer und teleologischer Sicht) vollständig auszuklammern (vgl. hierzu unter II.3.2.2.1.4.2.2.1). Insbesondere grenzt § 8d ERegG aus sich selbst heraus auch den Begriff des individuellen Risikoprofils des betreffenden Unternehmens – bzw. europarechtlich konsequenter: „der betreffenden Einheit“ (vgl. frz., span. und engl. Sprachfassungen) – nicht dahingehend ein, dass ein EAV außer Betracht bleiben müsse. Mangels entsprechender Eingrenzung ist auf die OECD-Verrechnungspreisleitlinien als Grundlage für eine Definition der Marktüblichkeit im Sinne von § 8d Abs. 5 ERegG zurückzugreifen (vgl. hierzu unter II.3.2.2.1.2), wonach allerdings Konzern-Integrations- und Garantiefekte – die eben auch durch einen EAV vermittelt werden können – durchaus von Relevanz sein können,

vgl. zu Konzernintegrations- und Garantiefekten etwa OECD (2022), Rn. 10.76 ff. sowie 10.154 ff.; vgl. zudem: BFH, Urteil vom 18.05.2021, Az. I R 4/17

Die gegenteilige Ansicht,

vgl. insofern auch die vorläufige Rechtsansicht der Europäischen Kommission im Eröffnungsbeschluss zum Verfahren gegen die Bundesrepublik Deutschland wegen mutmaßlicher staatlicher Beihilfen an die Beschwerdegegnerin zu 3) initiierten Verfahren unter dem Az. SA.50952, S. 24 (unter Verweis auf das eur. Pendant des Art. 7d Abs. 4 RL 2012/34/EU), wonach das individuelle Risikoprofil der Beschwerdegegnerin zu 3) „*[i]soliert betrachtet und ohne den GAV [sprich: EAV] [...] wahrscheinlich wesentlich höher und [...] die Darlehen vermutlich wesentlich kostspieliger als die ausstehenden Darlehen [wären]*“,

übersieht insofern, dass die Effekte der Konzernzugehörigkeit – bei differenzierter und nicht lediglich reflexhafter Betrachtung – auch in anderen Märkten zu beobachten und im Rating zu

berücksichtigen wären, da sie – bei korrekter Anwendung – die Bewertung eines vernünftig handelnden Dritten mit beeinflussen können.

Hiervon klar zu trennen sind andere Bewertungsaspekte, so etwa die (in der Bewertung auszuschließende) vertikale Integration oder aber der Staatsrückhalt. Werden derartige Aspekte durch den EAV an das Tochterunternehmen „vermittelt“, ist dies kein Umstand, der dem Konstrukt des EAV per se anzulasten wäre. Vielmehr wäre sicherzustellen, dass die vertikale Integration wirksam ausgeschlossen und ein etwaiger Staatsrückhalt präzise und nicht reflexhaft ermittelt wird, damit ein marktübliches und zugleich entflechtungsrechtskonformes Ergebnis bei der Ratingermittlung erzielt wird.

#### **II.3.2.4.2 Regulierungsrecht im engeren Sinne – insb. Gewinnverwendung im Konzern**

Auch aus den übrigen Vorgaben des Regulierungsrechts, namentlich auch den Vorgaben zur Gewinnverwendung, ergibt sich kein generelles Verbot der Berücksichtigung des EAV bzw. eine Rechtswidrigkeit desselben.

Den regulierungsrechtlichen Anforderungen an eine finanzielle Trennung zwischen EVU und Betreibern von Eisenbahnanlagen liegt zum einen der Gedanke der Wahrung der Unabhängigkeit des Betreibers von Eisenbahnanlagen zugrunde. So verbieten etwa die Anforderungen des § 8d Abs. 3 und 4 ERegG sowohl marktunübliche wie auch marktübliche Darlehensbeziehungen zwischen EVU und Betreibern von Eisenbahnanlagen, sofern diese nicht Teil eines VIU sind. Daneben zeigen andere Vorgaben des ERegG (und der RL 2012/34/EU), insbesondere diejenigen zur Rechnungstrennung und zur Gewinnverwendung im Konzern – vgl. etwa Anlage 9 zu § 70 Abs. 1 ERegG oder auch § 8d Abs. 1 ERegG – deutlich auf, dass dem Entflechtungsregime auch der Anspruch der Verhinderung oder der Beseitigung von Quersubventionierungen innewohnt. Ein EAV wäre insofern entflechtungsrechtlich bzw. regulierungsrechtlich als rechtswidrig zu erachten, wenn er gegen diese Vorgaben verstoßen würde. Dies ist jedoch nicht *per se* der Fall und hat sich im Fall der Betroffenen auch nicht mit Blick auf den Einzelfall bestätigt.

So hat die Beschlusskammer bereits in ihrem Teilbeschluss vom 28.06.2022 im hiesigen Verwaltungsverfahren festgestellt, dass die – maßgeblich vom EAV und dessen Weiterleitungseffekte mitbestimmte – Gewinnverwendung im hier betrachteten Konzern nicht unzulässig ist, da die von der Beschwerdegegnerin zu 4) aus dem Betrieb der Eisenbahnanlagen erwirtschafteten und an die Beschwerdegegnerin zu 1) gezahlten Gewinne vollständig an die Bundesrepublik Deutschland abgeführt wurden,

vgl. Teilbeschluss vom 28.06.2022, S. 21.

Demnach findet auch keine über den EAV vermittelte Verwendung von Einnahmen des Betreibers von Eisenbahnanlagen für die Darlehensvergabe an EVU-Schwestergesellschaften im Konzern statt.

Dem steht – bei einer Betrachtung des EAV im Kontext des Ratings – auch nicht entgegen, dass sich eine Interdependenz zwischen den EVU-Einheiten des Konzerns und den Betreibern von Eisenbahnanlagen des Konzerns dadurch ergibt, dass im Außenverhältnis die vertikale Integration für die Aufnahme von Finanzmitteln von Relevanz ist, obwohl dies bei einer rein entflechtungsrechtlichen Betrachtung auszuschließen wäre. Denn die regulierungsrechtlichen Vorgaben adressieren im Kontext des § 8d Abs. 5 ERegG gerade nicht das – durch einen realen Markt geprägte – Außenverhältnis des Konzerns zu seinen Geldgebern, sondern nur das Binnenverhältnis und die darin entstehenden und bestehenden Darlehensverhältnisse. Durch die Ermittlung hypothetischer Ratings im Binnenkonzern wird jedoch – bei korrekter

Vorgehensweise – der im Außenverhältnis beobachtbare und berücksichtigte Effekt ausklammert. Ebenso gilt dann für einen bestehenden EAV, dass nicht die Maßstäbe des Außenverhältnisses, sondern diejenigen des regulierungsrechtlich vorgeprägten Binnenverhältnisses zur Anwendung gelangen. Bei konsequenter Anwendung werden demnach unzulässige Effekte des EAV bereits eliminiert, sodass auch aus der weiteren Anwendung der regulierungsrechtlichen Vorgaben im engeren Sinne kein pauschales Verbot des EAV resultiert.

#### **II.3.2.4.3 Beihilferecht**

Zuletzt ist die Beschlusskammer auch nicht ermächtigt, die beihilferechtliche Konformität des EAV mit dem EU-Recht zu bewerten und das Ergebnis dieser Prüfung in die hiesige Entscheidung mit einfließen zu lassen. Denn die Entscheidung darüber, ob eine (etwaige) staatliche Beihilfe im Einklang mit dem Unionsrecht steht oder nicht, liegt in der alleinigen Zuständigkeit der Europäischen Kommission,

vgl. Mitteilung der Kommission, Bekanntmachung der Kommission über die Durchsetzung der Vorschriften über staatliche Beihilfen durch die nationalen Gerichte, Az. 2021/C 305/01, S. 9f.

#### **II.3.3 Fehlende Tatbestandsmäßigkeit hinsichtlich der Darlehen zwischen der Beschwerdegegnerin zu 1) und der Beschwerdegegnerin zu 4) sowie den Betroffenen**

Die Beschlusskammer stellt das Verfahren ein, soweit die amtswegige Überprüfung der Darlehensbeziehungen der Beschwerdegegnerin zu 1) mit der Beschwerdegegnerin zu 4) sowie den Betroffenen gegenständlich ist.

Hinsichtlich der Darlehensbeziehungen der Beschwerdegegnerin zu 1) mit der Beschwerdegegnerin zu 4) sowie den Betroffenen hat das Sachverständigengutachten nachvollziehbar festgestellt, dass die betrachteten Darlehenskonditionen innerhalb der Bandbreite möglicher Marktsätze liegen, die das jeweilige individuelle Risiko des betroffenen Unternehmens widerspiegeln. Das Sachverständigengutachten ist allen Verfahrensbeteiligten bekannt, so dass auf eine weitergehende Erläuterung verzichtet wird. Hinsichtlich der Cash-Pool-Konditionen der im engeren Sinne Betroffenen zu 1) führt die unzutreffende Bewertung des Staatsrückhalts (vgl. Abschnitt II.3.2.3) dazu, dass die Konditionen nicht zu beanstanden sind.

Nach Bescheidung der Beschwerdeanträge und der vorliegenden Einstellung des Verfahrens bezüglich der finanziellen Entflechtung ist das Verfahren nur noch mit Blick auf die Vorgaben zur personellen bzw. informationellen Entflechtung fortzuführen.

#### **Gebührenhinweis**

Gemäß § 69 ERegG erhebt die Regulierungsbehörde für individuell zurechenbare öffentliche Leistungen Gebühren und Auslagen. Die Gebühren werden gemäß der am 15.05.2021 in Kraft getretenen Besonderen Gebührenverordnung des Bundesministeriums für Verkehr und digitale Infrastruktur (BMVI) für individuell zurechenbare öffentliche Leistungen der Bundesnetzagentur im Bereich der Eisenbahnregulierung (EReg-BGebV) festgesetzt. Sollten für diesen Beschluss Gebühren oder Auslagen anfallen, erfolgt deren Geltendmachung gemäß § 77 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 ERegG in einem gesonderten Bescheid. Rückfragen im Zusammenhang mit einer möglichen Gebührenerhebung können per E-Mail an das Postfach [GebuehrenEisenbahn@BNetzA.de](mailto:GebuehrenEisenbahn@BNetzA.de) gerichtet werden.

**Rechtsbehelfsbelehrung**

Gegen diesen Beschluss kann innerhalb eines Monats nach Bekanntgabe Klage bei dem Verwaltungsgericht Köln, Appellhofplatz 1, 50667 Köln erhoben werden.

Vorsitzender

Beisitzer

Beisitzer

Dr. Geers

Kirchhartz

Krick

**Anlage 1 – Muster für Mitteilung des Prüfergebnisses bzgl. aktueller und zukünftiger Darlehen**

Darlehensbetrag:	
Laufzeitbeginn:	
Laufzeitende:	
Fälligkeit(en):	
Zinssatz:	
[ggf.] Anpassung erforderlich mit Ablauf des 31.12.2024	[Ja/Nein]
[ggf.] Art der Anpassung	[Kündigung / Änderung des Zinssatzes auf (...)%]
Prüfung:	[Ergebnis „Zinssatz marktüblich“ / „Zinssatz nicht marktüblich“ eintragen]
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rating der DB AG zum Zeitpunkt der Darlehensvergabe / der Auszahlung</li> </ul>	[Ratingergebnis DB AG eintragen]
<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Darlegung der verwendeten Methodik zur Überprüfung des Stand-Alone-Ratings</li> </ul>	[Darstellung / Erläuterung Methodik]
<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Darlegung der für die Ratingermittlung verwendeten Kennzahlen</li> </ul>	[Darstellung / Erläuterung Kennzahlen]
<ul style="list-style-type: none"> <li> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sofern erforderlich: Begründung, weshalb andere Kennzahlen verwendet wurden als im Sachverständigengutachten vom 19.12.2022 bzw. den ergänzenden Ausführungen vom 24.07.2023</li> </ul> </li> </ul>	[Erläuterung etwaiger Abweichungen]
<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Darlegung der Tilgung vertikaler Integrationseffekte</li> </ul>	[Darlegung, wie Effekte vertikaler Integration beim Konzernrating ausgeschlossen wurden]
<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Darlegung weiterer berücksichtigter Aspekte (z. B. Staatsrückhalt)</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Erläuterung etwaiger Abweichung zwischen der Betrachtung weiterer Aspekte durch DB und Sachverständigengutachten vom 19.12.2022 bzw. den ergänzenden Ausführungen vom 24.07.2023</li> </ul> </li> </ul>	[Erläuterung, insb. etwa, weshalb Staatsrückhalt anders zu berücksichtigen wäre als in der letzten Zeile der Tabelle 12 auf S. 46 des Sachverständigengutachtens vom 19.12.2019]
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Stand-Alone-Rating der Darlehensnehmerin zum Zeitpunkt der Darlehensvergabe / der Auszahlung</li> </ul>	[Ratingergebnis für das Stand-Alone-Credit-Profile, SACP bzw. das Baseline Credit Assessment, BCA – ohne Staats- oder Konzernrückhalt bzw. sonstige das Rating erhöhende Aspekte – eintragen]
<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Darlegung der verwendeten Methodik zur Überprüfung des Stand-Alone-Ratings</li> </ul>	[Darstellung / Erläuterung Methodik]
<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Darlegung der für die Ratingermittlung verwendeten Kennzahlen</li> </ul>	[Darstellung / Erläuterung Kennzahlen]
<ul style="list-style-type: none"> <li> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sofern erforderlich: Begründung, weshalb andere Kennzahlen verwendet</li> </ul> </li> </ul>	[Erläuterung etwaiger Abweichungen]

	wurden als im Sachverständigengutachten vom 19.12.2022 bzw. den ergänzenden Ausführungen vom 24.07.2023	
•	Emittentenrating der Darlehensnehmerin zum Zeitpunkt der Darlehensvergabe	[Ratingergebnis für das Emittentenrating, auch: Issuer Rating unter Berücksichtigung von Staats- und Konzernrückhalt sowie etwaiger Garantien]
○	Darlegung der Berücksichtigung des EAV	
▪	Ausschluss doppelter Berücksichtigung	[Darlegung, dass eine doppelte Berücksichtigung des EAV wirksam ausgeschlossen ist]
▪	Erläuterung etwaiger garantieähnlicher Effekte	[Darlegung, weshalb ein bestimmter Darlehensvertrag als Garantie im Sinne der gängigen Garantiekriterien von Ratingagenturen aufgefasst werden kann]
▪	Erläuterung der Berücksichtigung aktueller Entscheidungen der Europäischen Kommission / von Gerichten und Darlegung von Abweichungen zu etwaiger vorläufiger Prüfung	
▪	Darlegung von Abweichungen zu etwaiger vorläufiger Prüfung	[Darlegung, weshalb das aktuell gefundene Ergebnis ggf. von demjenigen Ergebnis abweicht, welches zum Vertragsschluss / bei Vergabe ermittelt wurde]
○	Darlegung der Berücksichtigung des impliziten / passiven Konzernrückhalts	
▪	Darlegung der verwendeten Methodik	
▪	Darlegung der verwendeten Kennzahlen / Aspekte	
▪	Erläuterung des Abgleichs von strategischen Konzernwartungen mit wirtschaftlichen Realitäten	
▪	Darlegung von Abweichungen zu etwaiger vorläufiger Prüfung	[Darlegung, weshalb das aktuell gefundene Ergebnis ggf. von demjenigen Ergebnis abweicht, welches zum Vertragsschluss / bei Vergabe ermittelt wurde]
○	Darlegung weiterer berücksichtigter Aspekte (z. B. Staatsrückhalt)	
▪	Erläuterung etwaiger Abweichung zwischen der Betrachtung weiterer Aspekte durch DB und Sachverständigengutachten vom 19.12.2022 bzw. den ergänzenden Ausführungen vom 24.07.2023	[Erläuterung, insb. etwa, weshalb Staatsrückhalt anders zu berücksichtigen wäre als in der letzten Zeile der Tabelle 12 auf S. 46 des Sachverständigengutachtens vom 19.12.2019]
▪	Darlegung von Abweichungen zu etwaiger vorläufiger Prüfung	[Darlegung, weshalb das aktuell gefundene Ergebnis ggf. von demjenigen Ergebnis abweicht, welches zum Vertragsschluss / bei Vergabe ermittelt wurde]
•	Ermittlung des Zinssatzes	

<ul style="list-style-type: none"><li>○ Darlegung der verwendeten Methodik zur Ermittlung des Zinssatzes</li></ul>	
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Sofern erforderlich: Begründung, weshalb andere Methodik verwendet wurde als im Sachverständigengutachten vom 19.12.2022 bzw. den ergänzenden Ausführungen vom 24.07.2023</li></ul>	
<ul style="list-style-type: none"><li>○ Darlegung der Eingrenzung der Zinsbandbreite</li></ul>	
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Erläuterung zur Wahl des Betrachtungszeitraums</li></ul>	
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Darlegung von Abweichungen zu etwaiger vorläufiger Prüfung</li></ul>	[Darlegung, weshalb das aktuell gefundene Ergebnis ggf. von demjenigen Ergebnis abweicht, welches zum Vertragsschluss / bei Vergabe ermittelt wurde]